

أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية

إعداد الطالبة

إسراء قاسم محمد البركات

المشرف

الدكتور باسم محمد اللوزي

أستاذ مشارك

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في تخصص إدارة الأعمال

كلية الدراسات العليا في جامعة البلقاء التطبيقية

السلط -الأردن

2014

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة بتاريخ 17.06.2014

أعضاء لجنة المناقشة	**التوقيع**
الدكتور باسم محمد اللوزي، مشرفاً أستاذ مشارك ، اقتصاد مالي .	....
الدكتور عبد الناصر طالب الزيود ، عضواً أستاذ، اقتصاد مالي .	....
الدكتور مازن كمال قطيشات ، عضواً أستاذ مساعد، إدارة أعمال .	....
الدكتور عبد الفتاح زهير العبدلات، ممتحن خارجي أستاذ مشارك، مصارف وتمويل، جامعة العلوم الإسلامية العالمية .	....

تعهد وإقرار

أنا الطالبة إسراء قاسم البركات الموقعة أدناه أقر بأن جميع المعلومات الواردة في رسالة الماجستير بعنوان " أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية" وبإشراف الدكتور باسم اللوزي من إنتاجي الشخصي من خلال دراستي في جامعة البلقاء التطبيقية، وأتحمل كافة المسؤولية المترتبة على ذلك في حال ثبوت عكس ذلك، كما وأفوض الجامعة حق تصوير الرسالة كلياً أو جزئياً، وذلك لغايات البحث العلمي والتبادل مع المؤسسات التعليمية والبحثية والجامعات.

الإسم: إسراء قاسم البركات .

التوقيع: ....

الإهداء

تكتب أجمل الكلمات ... وتصاغ أروع العبارات ... وعلى أعتاب فضلكِ تتكسر الأقلام ...

ويبكي الحرف لعجزه عن إيفائك حقك العظيم ... إلى من التي أبت الجنة إلا أن تكون تحت أقدامها ....

إلى من ضحت و سهرت وأعطت بلا مقابل ... إلى من كان دعائها لي هو سر نجاحي ...

إلى من أفديها روحي .... إلى القلب النابض بالحيوية الناصع بالبياض ...

إلى من أجدها دائماً معي و توجهني في حياتي .. إلى التي أصبحتُ قويةً بها ...

إلى نور عيوني ... إلى شمسي و قمري ... إلى نوارة الدنيا بكل متاهاتها الممقتة ....

إليك يا أمي أهديك جهدي البسيط المتواضع الذي أرجو أن تتقبليه مني ..

إلى من رفعت رأسي عالياً افتخاراً به ما حييت ... إلى من فاضت روحه إلى خالقها ولم تكتحل عيناه بما أنجزته

إلى والدي رحمه الله ..

ابنتكم

إسراء البركات

الشكر والتقدير

اللهم لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك، اللهم لك الحمد حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه عدد خلقك ورضى نفسك وزنة عرشك ومداد كلماتك، اللهم لك الحمد ولك الشكر على ما وهبتني من صبر وعزيمة على هذا الإنجاز المتواضع لوجهك الكريم. أحمده تعالى وأشكره الذي يسر لي مشرفاً فاضلاً تشرفتُ بإشرافه ووجدت فيه من طيب وتسامح وأخلاق راقية ونبيلة الذي يسمو يوماً بعد يوم ، الذي حمل الأمانة وكان أهلاً لها، الذي أعطاني الكثير من وقته ولم يبخل عليّ بجهده، الذي تعجز الكلمات عن الوفاء والشكر له على ما أفادني به من علمه الواسع وخبرته المتجددة وملاحظاته البناءة ، فشكراً جزيلاً لك دكتور باسم اللوزي، كما وأتقدم بالشكر الجزيل إلى الدكتور الفاضل موسى نوفل على آراءه النيره وإرشاده المستمر ونصحه المنقطع النظير والذي أسهم بشكل كبير لإنجاح هذه الرسالة ، كما وأتقدم بالشكر إلى الدكتور أمجد أبو جدّي الذي كانت لِلَمساته الإحصائية الأثر الكبير في إنجاح هذه الرسالة، وأتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة والمتمثلة وبالأستاذ الدكتور عبد الناصر الزيود والدكتور عبد الفتاح العبداللات والدكتور مازن قطيشات لتفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة المتواضعة، والشكر الجزيل إلى عميد كلية عمّان الجامعية الدكتور هيثم الشبلي على جهوده المتواصلة في دعم طلاب الدراسات العليا. ولا أنسى أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى جميع أعضاء الهيئة التدريسية بقسم الإقتصاد والعلوم المالية والمصرفية في كلية عمّان الذين مدوا لي يد العون والنصح والإرشاد وأخص بالذكر الدكتور فراس الشلبي والدكتور مشهور محارمة والدكتور موسى مطر والدكتور محمد حميدات فجزاهم الله عني كل خير، وأخص بالشكر أيضاً السيدة الفاضلة ربى حجازي رئيسة شعبة المتابعة والتنسيق للدراسات العليا في كلية عمّان على جهودها الكبيرةِ في مناقشتي في هذا اليوم، وأضيف الشكر إلى جميع المؤسسات التي بادرت بتزويدي بالبيانات والمعلومات اللازمة للدراسة وأخص بالذكر البنك المركزي المتمثل بمعالي الدكتور الفاضل عادل شركس على جهوده الكبيرة في تزويدي بالمعلومات التي أسهمت بشكل كبير بإنجاح هذا العمل وكل من دائرة الأبحاث المتمثلة بمديرها السيد جمال المصري وموظفيها، وشكري أيضاً لبورصة عمّان للأوراق المالية على تزويدي بالبيانات المهمة اللازمة للهذه الرسالة، وأشكر القائمين على إدارة مكتبة جامعة البلقاء التطبيقية في السلط ومكتية الجامعة الأردنية وجامعة اليرموك على ما قدموه لي من تعاون بكل سرور، وأشكر أيضاً القائمين على إدارة مكتبة الإيمان المتمثلة بالسيد أحمد عثامنة وزوجته على تنسيقهم المتميز للرسالة، وإلى كل من ساهم في إنجاح هذا العمل المتواضع، لكم مني خالص الود والإحترام.

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الاشكال



أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية.

إعداد الطالبة:

إسراء قاسم البركات

المشرف:

الدكتور باسم محمد اللوزي

أستاذ مشارك

هدفت هذه الدراسة للتعرف على أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمتمثل بالعائد على الأصول والعائد على الملكية وحصة السهم من الأرباح وكذلك معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على المخاطرة والمتمثلة بالمخاطر النظامية. وقد تم اختيار القطاع الصناعي للدور المهم الذي يلعبه هذا القطاع في الإقتصاد الأردني، وتمثلت عينة الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان للفترة 2000-2011. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة من خلال البيانات الثانوية لمتغيرات الدراسة التي تم الحصول عليها من سوق عمان للأوراق المالية والبنك المركزي الأردني، لتحليل البيانات وتفسيرها للوصول إلى استنتاجات وتوصيات. ولاختبار الفرضيات تم استخدام الإنحدار البسيط ، ولوصف متغيرات الدراسة استخدمت الأساليب الإحصائية المناسبة مثل المتوسط الحسابي والإنحراف المعياري والالتواء والتفلطح. أظهرت نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات إلى وجود أثر ذو دلالة احصائية للرفع المالي على العائد المتمثل بـ (ROA, ROE, EPS) وعدم وجود أثر

ذو دلالة احصائية للرفع المالي على المخاطر النظامية. ومن نتائج الدراسة أيضاً عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على العائد المتمثل ب (ROA, ROE, EPS) والمخاطر النظامية. وقد تم الخروج بمجموعة من التوصيات منها: توصي الدراسة أن يكون متخذو القرارات المالية من ذوي الكفاءة في الأمور المالية لإدارة الشركة بطريقة صحيحة لتحقيق المزايا المرجوة من الرفع المالي والتشغيلي، كذلك توصي الدراسة أن تقوم الشركات الصناعية بإستغلال الفرص الإستثمارية من خلال الحصول على القروض طويلة الأجل التي تمنح من القطاع المالي لتحصل على الهدف الأساسي من استخدام الرفع المالي و التشغيلي.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1: المقدمة Introduction.

1.2: أهداف الدراسة Study Objectives

1.3 : أهمية الدراسة Importance of Study

1.4: مشكلة الدراسة و أسئلتها Problem Statemet.

1.5: فرضيات الدراسة. Hypotheses of the study

1.6: أنموذج الدراسة Study Model

1.7: التعريفات الاجرائية Terminologies

1.8: الدراسات السابقة Literature Review

1.9: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة What distinguish this study from previous studies

1.1: المقدمة Introduction

إن من أهم المهام الأساسية للإدارة المالية هي تعظيم ثروة المساهمين، بما يكفل تعظيم القيمة السوقية للشركة من خلال تطبيق صحيح للسياسات الادارية والاستثمارية والتمويلية المدروسة، والذي ينعكس على بقاء الشركة والحفاظ على استمرارية أعمالها وأنشطتها المختلفة، وهذا يتطلب من متخذي القرار المالي الموازنة بين تعظيم العوائد وبين المخاطر التي تتعرض لها الشركة.

لذلك تعتبر قرارات تحديد هيكل رأس المال المستهدف هي من أكثر القرارت المتخذة صعوبة، من ناحية، كونه ينعكس بالمجمل على تعظيم القيمة السوقية للشركة، إذ أن المدير المالي يأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العوائد والمخاطر لتحديد المزيج الأمثل لهيكل رأس المال. ومن ناحية أخرى صعوبة في القرارات المتعلقة بتكلفة رأس المال، كونها من أهم القرارات الاستثمارية طويلة الأجل، إذ يتوجب حساب كل عنصر من عناصر الهيكل التمويلي على حدى، كالأسهم والأسهم الممتازة، للحصول على إجمالي التكلفة لرأس المال لمعرفة الوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وبالتالي الوصول إلى هيكل رأس المال المثالي.

إن مزيج هيكل رأس المال يختلف بين صناعة وأخرى، فهيكل الشركات في القطاع الصناعي قد يختلف عن الشركات في القطاع المالي أو الخدمي، إذ ليس هناك معيار محدد يبين للشركات كيفية تحديد هيكل رأس مالها.

فهيكل رأس المال يتكون من عاملين: أموال الملكية ومن هنا يتواجد الرفع التشغيلي إذ يتم الاعتماد على أموال المالكين لتغطية التمويل (كالأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة)، وأموال القروض وهنا يظهر الرفع المالي، إذ يتم الاعتماد على أموال الديون لتغطية التمويل (كالسندات، والقروض طويلة وقصيرة الأجل، والائتمان التجاري)، مما يدل ذلك على أهمية السياسات المالية المتبعة في قرارات المفاضلة بين أموال الملكية وأموال القروض لتمويل العمليات التشغيلية والاستثمارية للشركة مما ينعكس ذلك على تعظيم العوائد .

1.2:أهداف الدراسة .Study Objectives

الهدف من هذه الدراسة هو بحث أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطر النظامية في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2000−2011)، ومعرفة ما يترتب على هذه الشركات من استخدام الرفع المالي والتشغيلي في تحسين الأداء المالي للشركات عينة الدراسة، كذلك معرفة مدى أثر استخدام الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي من خلال المزج بين استخدام النسب المالية والأساليب الاحصائية للوصول إلى مؤشرات تدل على كفاءة الإدارة ونجاحها أو فشلها في استثمارها وتوظيفها للأموال بالطريقة الصحيحة وفي توليد الأرباح مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى معين من المخاطر.

ومن هنا تهدف هذه الدراسة الى:

1. معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على المخاطر النظامية، في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة.
2. معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة والتي تشمل:
   - معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد على الاصول (ROA).
   - معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد على حقوق الملكية (ROE).
   - معرفة أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد على حصة السهم (EPS).

1.3: أهمية الدراسة Importance of Study

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية القطاع الصناعي الأردني حيث يعد القطاع الصناعي في الاردن من اهم القطاعات الداعمة للاقتصاد وأحد اعمدته الرئيسية حيث ساهم القطاع الصناعي ب25% من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن، كذلك فإن القيمة السوقية لهذا القطاع في عام 2011 بلغت 5913 مليون دينار مقارنة مع 16022 مليون دينار القيمة السوقية لجميع القطاعات، أي بنسبة 30% تقريباً (موقع بورصة عمان)، وكذلك أهمية هذه الدراسة تكمن في:

1. من محاولتها لإلقاء الضوء على الهيكل التمويلي للشركة، والعلاقة التي تربط بين الرفع المالي والتشغيلي وأثرهما في القرارت المالية المختلفة مثل زيادة العوائد (عائد السهم، وعائد حقوق الملكية، وعائد الأصول) الذي يحققه الرفع المالي كون ذلك يسهم في خدمة المستثمرين في معرفة أداء الشركة على مدى إحدى عشر سنة سابقة لاتخاذ القرارات المتعلقة باستثماراتهم.

2. تحديد الأسلوب الأمثل في تقييم الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية المساهمة من خلال المؤشرات المالية التي تمكن المدير المالي من إتخاذ القرارات المالية البالغة الأهمية التي تحافظ على بقاء وإستمرارية الشركة، بالاضافة لتحسين قدرة الشركة للحصول على الأموال بالشكل الأمثل واستثمار هذه الأموال بما يخدم استمرارية وبقاء الشركة لتحقيق أعلى عائد ممكن الوصول إليه للملاك وحاملين الأسهم.

1.4 : مشكلة الدراسة وأسئلتها Problem Statement

يمتاز سوق رأس المال في الأردن بانخفاض السيولة ومستوى المنافسة وبالتالي ارتفاع تكاليف التمويل فيه بالاضافة الى غياب الرضا والشفافية التي تحصل من مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق المالي (نصيرات، 2012، ص 3)، لذلك قد تفشل العديد من الشركات الأردنية في التوصل إلى المزيج التمويلي الأمثل لتمويل أنشطتها وسير أعمالها لعدم وجود تخطيط صحيح للهيكل التمويلي الذي يتناسب مع قدرات الشركة وطاقاتها، لذلك يجب على إدارة الشركات أن تخطط جيداً في اختيار المزيج الأمثل لهيكل رأس المال لتفادي أي خسائر من الممكن أن تحصل مستقبلاً مثل فشل الإدارة في اتخاذ القرارت الإستثمارية والإدارية والمالية وعليه فإنه يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال الأسئلة التالية:

1. هل يؤثر الرفع المالي في المخاطرة النظامية؟
2. هل يؤثر الرفع التشغيلي في المخاطرة النظامية؟
3. هل يؤثر الرفع المالي في العائد ؟ والتي تشمل:
   - هل يؤثر الرفع المالي في العائد على الاصول (ROA)؟
   - هل يؤثر الرفع المالي في العائد على حقوق الملكية(ROE)؟
   - هل يؤثر الرفع المالي في العائد على حصة السهم (EPS)؟
4. هل يؤثر الرفع التشغيلي في العائد ؟ والتي تشمل:
   - هل يؤثر الرفع التشغيلي في العائد على الاصول (ROA) ؟
   - هل يؤثر الرفع التشغيلي في العائد على حقوق الملكية(ROE) ؟
   - هل يؤثر الرفع التشغيلي في العائد على حصة السهم (EPS)؟

1.5: الفرضيات Study Hypothisis

تمت صياغة الفرضيات كإجابة محتملة للأسئلة في مشكلة الدراسة على النحو الآتي:

Ho1 لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع المالي على المخاطر النظامية.

Ho2 لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع التشغيلي على المخاطر النظامية في الشركات الصناعية الأردنية.

Ho3 لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع المالي على العائد في الشركات الصناعية الأردنية. ويتفرع من الفرضية الأساسية ثلاث فرضيات فرعية الآتية:

Ho3a لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع المالي على العائد على الاصول (ROA).

Ho3b لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع المالي على العائد على الملكية (ROE) .

Ho3c لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع المالي على العائد على حصة السهم من الارباح (EPS).

Ho4 لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع التشغيلي على العائد في الشركات الصناعية الأردنية. ويتفرع منها :

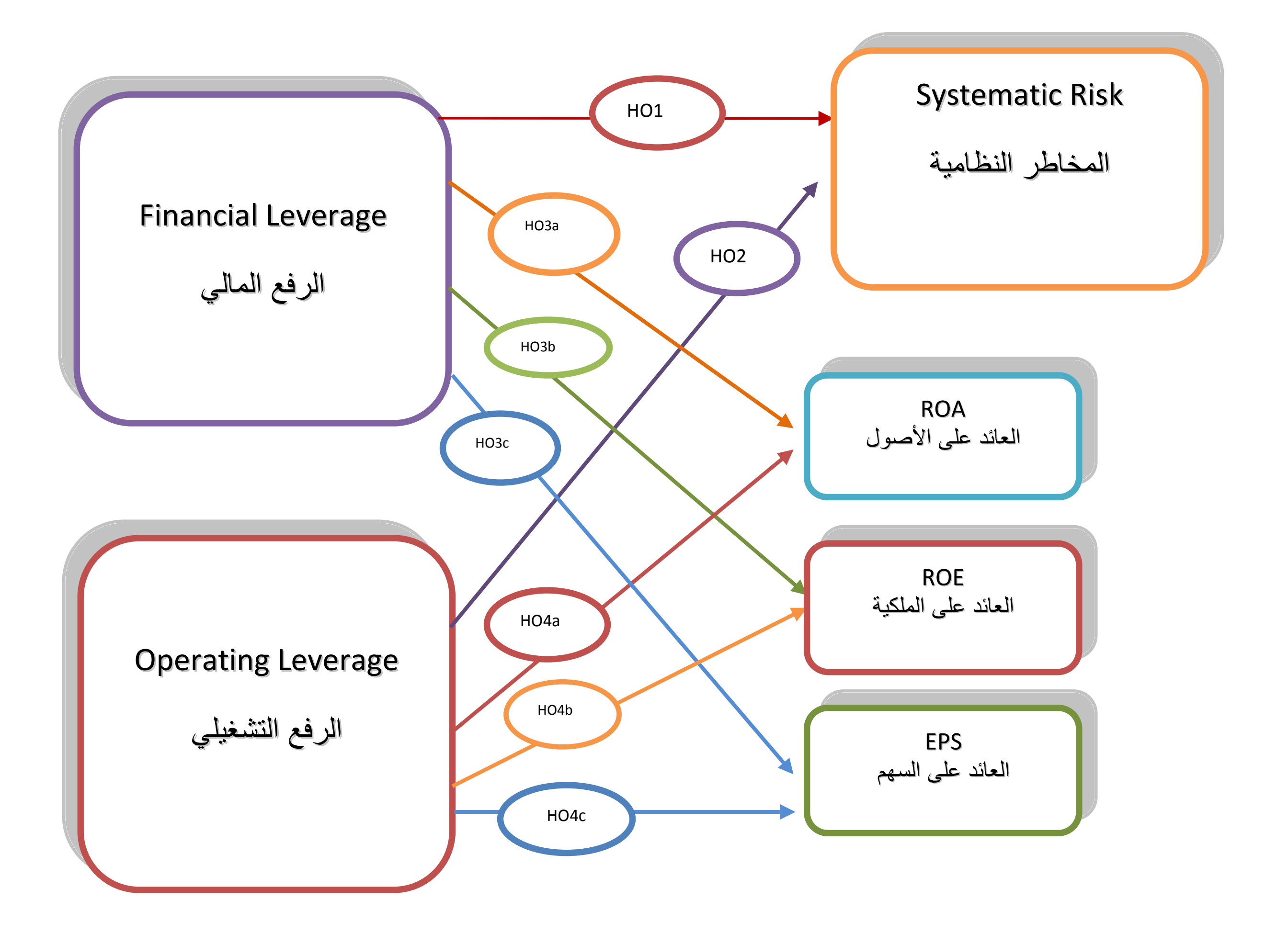
Ho4a لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع التشغيلي على العائد على الاصول (ROA).

Ho4b لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع التشغيلي على العائد على الملكية (ROE) .

Ho4c لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0.05)$ للرفع التشغيلي على العائد على حصة السهم من الارباح (EPS).

1.6: أنموذج الدراسة Research Model

المتغيرات التابعة (Dependent Variable) **المتغيرات المستقلة (Independent Variable)**



من خلال الاتطلاع على دراسة (نوفل ، آخرون، 2012)، و دراسة (Saleem , Etal ,2013)، ودراسة (Achchuthan , Jasinthan , 2012)، ودراسة (الصبيحي, الحمدوني (2012) . تم تطوير أنموذج الدراسة من قبل الباحثة .

1.7: التعريفات الإجرائية Terminologies

المتغيرات المستقلة Independent Variables

1. الرفع المالي (Financial Leverage):

لتحقيق أهداف الدراسة تتفق الباحثة مع (Gitman , Zutter, 2012, P 516) في تعريف الرفع المالي على أنه استخدام الشركة تكاليف تمويلية ثابتة من أجل تعظيم أثر التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة (EPS)، وتم قياس الرفع المالي في هذه الدراسة بحسب (Ross, et al, 2003, P66) كالتالي :

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات}}{\text{إجمالي الإصول}}$$

2. الرفع التشغيلي (Operating Leverage):

لتحقيق أهداف الدراسة تتفق الباحثة مع (Brigham, Ehrhard, 2011, P 604) في تعريف الرفع التشغيلي إلى أن أي تغيير بسيط في مقدار المبيعات يؤدي إلى تغير أكبر في الربح التشغيلي للشركة (EBIT)، ويرتبط مستوى الرفع التشغيلي بحصة التكاليف الثابتة من إجمالي التكاليف حيث يكون الرفع التشغيلي أكبر كلما كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف أكبر، حيث أن ارتفاع التكاليف الثابتة مرتبط بالكثافة الرأسمالية للشركة حيث : تستخدام تقنيات تكنولوجية عالية، ويكون لديها عاملين ذو كفاءة وخبرة حيث تكون الشركات حريصة بالمحافظة عليهم وإعطائهم رواتب عالية حتى في أوقات الركود، أيضاً يكون لدى تلك الشركات تكاليف عالية للابتكار وتطوير للمنتجات حيث تعتبر من التكاليف الثابتة، وتم قياس الرفع التشغيلي في هذه الدراسة بحسب (نوفل، آخرون، 2012، ص 230) على النحو التالي:

$$\text{الرفع التشغيلي} = \frac{\text{إجمالي الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الإصول}}$$

المتغيرات التابعة Dependent Variables

العائد(Return): لتحقيق أهداف الدراسة تتفق الباحثة مع (آل شبيب، 2007، ص 153) ، على أن العائد هو عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة ، وهو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، والعائد يكون على شكل عوائد فعلية أو عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلاً ، وينجم عن كل استثمار عائد وقد يكون هذا العائد إيجابي أو سلبي، ويتكون العائد من:

أ . **العائد على الأصول ((Return On Assets (ROA)):**

لتحقيق أهداف الدراسة تتفق الباحثة مع (حداد،2007، ص 85) على أن العائد على الأصول هو قياس العلاقة بين صافي الربح وحجم الأصول، أي مدى قدرة الدينار المستثمر في الأصول على توليد الأرباح التشغيلية . وبذلك فإنه يعكس كفاءة أنشطة العمليات والأنشطة الاستثمارية وليس الأنشطة التمويلية .ويمكن قياس هذه النسبة كما يلي:

$$ROA = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة أسهم عادية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ب . العائد على حقوق الملكية ((Return On Equity (ROE)) :

لتحقيق أهداف الدراسة تتفق الباحثة مع (عباس، 2008، ص 141) على أن العائد على حقوق الملكية هو قياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار أثر النشاطات التشغيلية والتمويلية، وتستخدم كتب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطي نفس المضمون مثل العائد على القيمة المضافة، أو العائد على أموال أصحاب المشروع وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استغلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها ويتم حساب العائد على حقوق الملكية في هذه الدراسة بحسب المعادلة التالية:

$$ROE = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة أسهم عادية}}{\text{صافي حقوق المساهمين}}$$

ج . نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة ((Earnings Per Share (EPS)):

لتحقيق أهداف الدراسة تتفق الباحثة مع (مطر، 2010، ص 68) على أن قياس نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة هو مقياس لمدى ما يحققه المساهم العادي على كل سهم يحمله من أسهم الشركة بحسب المعادلة التالية :

$$EPS = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة أسهم عادية}}{\text{عدد حملة الأسهم العادية}}$$

3. المخاطر النظامية (β*eta* - Systematic Risk) :

لتحقيق أهداف الدراسة تتفق الباحثة مع (العامري،2010، ص 36) في تعريف المخاطر النظامية إذ تسمى أيضاً مخاطر عدم التنويع (Non- Diversifiable Risk) هي ذلك الجزء من التقلب في العوائد الناجم عن العوامل المؤثرة في النظام الاقتصادي ككل، لذلك توصف المخاطر النظامية بأنها مخاطر البيئة الاقتصادية العامة (General Economic Environment)، كما تسمى المخاطر النظامية مخاطر السوق (Market Risk) نظراً لانعكاس اثار الظروف الاقتصادية الشاملة على السوق المالية، لذلك لا يمكن للشركة تجنبها ولكن يمكنها تحفيف حدة هذه المخاطر بتحقيقها العائد المتوقع الذي يتناسب مع درجة المخاطرة، وبحسب (حداد ، 2007، ص 158)، سيتم احتساب المخاطر النظامية في هذه الدراسة على النحو التالي:

$$\beta = \frac{\text{نسبة التغير في عائد السهم}}{\text{نسبة التغير في عائد السوق}}$$

1.8 : الدراسات السابقة Litriture Review

الدراسات العربية.

1. دراسة السبيعي (2012).

بعنوان: العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية.

هدفت هذه الدراسة الى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلا بنسبة الرفع المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى, وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسة الثلاث للإقتصاد الكويتي (المالي، والصناعي، والخدمي). ولتحقيق هدف الدراسة تم اختبار عينة مكونة من 54 شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك على مدار الفترة الزمنية 2009–2011. واستخدمت الدراسة بعض الأساليب الإحصائية، كالوسط الحسابي والانحراف المعياري، واختبار تحليل الانحدار البسيط , واختبار التباين (ANOVA), واختبار شافيه (Scheffee) . ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة احصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة ضمن القطاعات الثلاث، ولكن بالنسبة لكل قطاع على حدى كانت العلاقة الأقوى بين المتغيرين للقطاع الصناعي يليه القطاع الخدمي ثم القطاع المالي. وعلى ضوء تلك النتائج أوصت الدراسة بأن تراعي الإدارة في الشركات الكويتية لدى اتخاذها قراراتها التمويلية بين اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس المال الذي يجعل التكلفة المرجحة للأموال عند حدها الأدنى, والموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال من جهة وعنصر مخاطرة الرفع المالي من جهة أخرى. أما في هذه الدراسة التي أجرتها الباحثة فقد تم توسيع إطار الدراسة لتشمل أثر الرفع المالي والتشغيلي معاً على العائد ويتضمن (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وحصة السهم من الأرباح) والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمّان.

2. دراسة القضاة (2012) .

بعنوان: تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطر على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي والمخاطر المالية ومعرفة تأثير ذلك على قيمة المنشأة، حيث تم أخذ عينة مكونة من (35) شركة خلال الفترة (2002–2010). واعتمدت هذه الدراسة على المنهج التحليلي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة ونتائج تقدير معادلات الانحدار باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis). أظهرت نتائج الدراسة الى وجود تباين بين كل من درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي والمخاطر المالية وقيمة المنشأت الصناعية في عينة الدراسة حين أظهرت النتائج وجود أثر ايجابي وذو دلالة احصائية بين درجة الرفع التشغيلي وقيمة الشركة، كما وأظهرت النتائج أن للرفع المالي أثر سلبي وغير دال احصائياً على قيمة الشركة، وأن للمخاطر النظامية أثر سلبي ذو دلالة احصائية على قيمة الشركة وأن لحجم الشركة أثر ايجابي على قيمة الشركة ودال احصائياً. أوصت الدراسة: بأن تأخذ الشركات الصناعية الاردنية بعين الاعتبار درجة الرفع التشغيلي لما له أثر ايجابي على قيمة المنشأة وكذلك أوصت الأخذ بالاعتبار درجة الرفع المالي لما له أثر سلبي على قيمة المنشأة، أخيراً أوصت الدراسة أن تقوم الشركات بإعادة النظر في هيكلها التمويلي ومصادر تمويلها واختيار هيكل التمويل الأمثل لتجنب المخاطر. أما في الدراسة التي أجرتها الباحثة فقد تم اختبار أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والتركيز عليه ليتضمن (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وحصة السهم من الأرباح) والمخاطرة المنتظمة في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمّان.

3. دراسة الصبيحي ,الحمدوني (2012).

بعنوان: العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم, دراسة في عينة من الشركات الاردنية المساهمة.

هدفت هذه الدراسة الى اختبار الأثر بين الرفع المالي من جهة والمخاطرة النظامية والمخاطر الكلية وربحية السهم الواحد من جهة أخرى. فقد تم أخذ عينة من الشركات المساهمة الاردنية المسجلة في سوق عمان للفترة من 2005–2009. استخدم الدراسة اسلوب الانحدار الخطي البسيط لإجراء اختبار فرضيات الدراسة عن طريق قياس العلاقة بين الرفع المالي من جهة وكل من المخاطر النظامية مقاسة بمعامل بيتا والمخاطر الكلية مقاسة بالانحراف المعياري وربحية السهم الواحد من جهة أخرى. توصلت الدراسة الى عدد من النتائج أهمها, ان الرفع المالي (مقاساً بدرجة الرفع المالي DFL) يؤثر في المخاطرة الكلية, أي بمعنى انه يوجد علاقة قوية بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية، حيث أظهرت النتائج ان هناك علاقة ذو دلالة احصائية وان نسبة ما يفسرة الرفع المالي 31.2% من التغيرات الحاصلة في مخاطرة السهم الكلية. كذلك أظهرت النتائج أن الرفع المالي مقاساً بدرجة الرفع المالي يؤثر في ربحية السهم العادي كما أن العلاقة قوية وموجبة ذو دلالة احصائية بين الرفع المالي وربحية السهم أيضاً بينت النتائج بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين الرفع المالي والمخاطر النظامية. وأخيراً ظهرت النتائج أن العلاقة قوية وموجبة ذو دلالة احصائية بين الرفع المالي وربحية السهم في آن، وأن الرفع المالي يفسر نسبة 39% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم الواحد. من أهم التوصيات: دراسة اثر الرفع المالي والتشغيلي معاً على عائد السهم والمخاطرة النظامية في اسواق عربية مماثلة لعينة الدراسة ويكون الاختبار على مستويات القطاعات لمعرفة اثر الرفع المالي في كل قطاع. دراسة العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم مقاسة بنسب المديونية الاخرى مثل نسبة الدين الى حقوق الملكية. أما في الدراسة التي أجرتها الباحثة فقد تم توسيع إطار الدراسة لتشمل ليس فقط الرفع المالي وإنما أيضاً الرفع التشغيلي لإختبار الأثر على العائد ويتضمن (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وحصة السهم من الأرباح) وليس حصة السهم من الربح لوحده، وإضافة متغير تابع وهو المخاطرة النظامية في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمّان.

4. دراسة نصيرات (2012) .

بعنوان: أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الارباح على القيمة المستقبلية للشركة, دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان .

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الرفع المالي والربحية (العائد على حقوق الملكية) وسياسة توزيع الارباح من جهة والقيمة السوقية والمستقبلية بالنسبة للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان من جهة أخرى للفترة ما بين 2004–2010، تمثلت عينة الدراسة بالشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وعددها (42) شركة. واستخدمت هذه الدراسة لاختبار الفرضيات اسلوب التحليل المقطعي (Panel Data Analysis) الذي يتم تقديرة أما باسلوب الاثر الثابت (Fixed Effect Model) أو اسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model) , بالإضافة إلى استخدام (Logit Model) وذلك من أجل اختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة. أشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين التمويل بالدين وقيمة الشركة كما واظهرت نتائج الدراسة الى وجود علاقة عكسية ما بين الازمة المالية العالمية والقيمة المستقبلية للشركات قيد الدراسة، كذلك بينت أن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية ما بين الربحية والقيمة السوقية للشركات الصناعية الاردنية. أما بالنسبة لسياسة الأرباح وإحتمالية النمو فقد كانت العلاقة طردية مع القيمة السوقية وعكسية مع إحتمالية النمو. من أهم توصيات هذه الدراسة إنه يتوجب على الشركات قيد الدراسة الاتجاه الى التمويل عن طريق استخدام مصادر التمويل الداخلي وعدم الاعتماد على القروض بشكل كبير في عمليات التمويل لديها . أما في هذه الدراسة فقد تم دراسة أثر الرفع التشغيلي بالإضافة إلى الرفع المالي على المخاطر النظامية والعائد، إذ لم تقتصر دراسة العائد على حقوق الملكية فقط بل وأيضاً تم دراسة العائد على الأصول وحصة السهم من الأرباح.

5. دراسة موسى نوفل ، ونعيم القاضي، وموسى مطر، وإسراء النسور، (2012).

بعنوان: تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية باستخدام معدل العائد للفترة من 1997−2007.

هدفت الدراسة إلى تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية باستخدام معدلات العائد وذلك من خلال تحليل قدرتها على استخدام مواردها بكفاءة وفاعلية. كما هدفت هذه الدراسة إلى تحليل قدرة هذه الشركات على توليد التدفقات التشغيلية من أصولها العاملة ومدى تأثير هذه التدفقات على سيولتها. تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة وتوصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية: أولاً: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي ومعدلات العائد المختلفة. ثانياً: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع التشغيلي ومعدلات العائد. ثالثاً :وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الدوران ونصيب السهم من الأرباح. رابعاً : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركات ومعدلات العائد. أوصت الدراسة الشركات على أن تعمل على زيادة كفاءتها التشغيلية من خلال استخدام معدلات أقل من الرفع التشغيلي والتخلص من بعض أعباء المصاريف التشغيلية المتضخمة. وعلى الشركات أيضاً أن تقلل من استخدامها للرفع المالي والذي شكل أعباء عليها ممثلة بخدمة الدين. أما في هذه الدراسة فقد تم دراسة أثر الرفع المالي والتشغيلي ليس فقط على العائد وإنما على المخاطرة النظامية وهذا ما لم يذكره الباحثون .

6. دراسة ناصر الدين (2011) .

بعنوان: أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

هدفت هذه الدراسة الى الكشف عن أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في بورصة عمان، وتم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة لعينة من الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2005-2009)، وقد توزعت عينة الدراسة على القطاعات الاقتصادية الثلاث فشملت (5) بنوك و(27) شركة صناعية و(18) شركة خدمية. استخدم الباحث العديد من الاساليب الاحصائية الوصفية مثل المتوسطات الحسابية والنسب المئوية بالاضافة الى استخدام اسلوب تحليل الانحدار والارتباط واختبار تحليل التباين المشترك (ANOVA) لاختبار فرضيات الدراسة.

توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها :عدم وجود تأثير ذو دلالة احصائية لأي من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم للبنوك الأردنية، وكذلك عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لأي من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، كذلك عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لأي من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات الخدمية المساهمة العامة الأردنية، أيضاً عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية بين أثر الرافعة التشغيلية على ربحية السهم العادي في جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاع البنوك والصناعة والخدمات، وأخيراً عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية بين أثر الرافعة المالية على ربحية السهم العادي في جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاع البنوك والصناعة والخدمات . وخرجت الدراسة أيضاً بعدة توصيات: منها الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقترضة والعائد على الأصول التي تمول عن طريق تلك القروض. تشجيع الشركات المساهمة العامة الاردنية على ترشيد الانفاق في الموجودات الثابتة، وبما يحقق هيكل تكاليف متوازن وفقاً لمجال الأنشطة التي تعمل بها. أما في هذه الدراسة فقد تم دراسة الرافعتين المالية والتشغيلية وأثرهم على مجموعة من العوائد ليس فقط (ربحية السهم العادي) حصة السهم من الأرباح وإنما أيضاً العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول أيضاً إضافة المخاطر المنتظمة كمتغير تابع.

7. دراسة صافي , موسى (2009).

بعنوان: الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة – دراسة ميدانيةعلى الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية خلال 1999–2006.

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر الرفع المالي (درجة الرفع المالي ، ونسبة الدين الى حقوق الملكية) على كل من المخاطرة (الكلية مقاسة بالانحراف المعياري للعوائد والمخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا) والربحية (معبراً عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة)، وذلك بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1999 – 2006 . شملت عينة 31 شركة صناعية. قام الباحثان باستخراج أسعار الإغلاق الشهرية لمفردات العينة من نشرات سوق عمان للأوراق المالية ومن ثم استخراج أسعار الإغلاق الشهرية للعينة ومن ثم استخراج العائد الشهري وعائد السوق وذلك من خلال إجراء اختبار الإنحدار الخطي البسيط لإستخراج قيم معامل بيتا للشركات، وتم استخدام النسب المالية لإحتساب العائد على السهم ودرجة الرفع المالي (نسب الدين) وتم استخدام الإنحراف المعياري لإختبار فرضيات الدراسة والخروج بالنتائج . أشارت نتائج البحث الى أن درجة الرفع المالي ذات دلالة احصائية، حيث فسرت % 33.2 من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، وبالمقابل فإن نسبة الدين الى حقوق الملكية فسرت % 16.2 وليست ذات دلالة احصائية إلا أن درجة الرفع المالي ونسبة الدين الى حقوق الملكية لهما أثر ذو دلالة احصائية في المخاطر النظامية للشركات، كما وأشارت نتائج البحث إلى أن درجة الرفع المالي ، ونسبة الدين الى حقوق الملكية يؤثران في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة وان 40.1% – 53% من التغيرات في حصة السهم من الأرباح تُعزى للرفع المالي، ومن أهم التوصيات ما يلي : أوصى الباحثان باختبار مقاييس أخرى للربحية مثل عائد السهم العادي، أو العائد الرأسمالي أو العائد على الموجودات، وكذلك يتوجب على الشركات التي تستخدم درجات رفع مالي مرتفعة الاهتمام بوضع الخطط والبرامج الانتاجية الرشيدة والتخلص من الأصول العاطلة عن العمل الانتاجي من أجل تحقيق الربحية للشركة. أما في هذه الدراسة فقد تم توسيع إيطار الدراسة لتشمل الرفع التشغيلي مع الرفع المالي وأثر ذلك على العائد ليشمل حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول وتم الإكتفاء بالمخاطر المنتظمة.

8. دراسة نويران (2007).

بعنوان: أثر استخدام الرفع المالي على حقوق الملكية والمخاطرة النظامية .

تناولت هذه الدراسة موضوع الرفع المالي في الشركات الصناعية الاردنية المساهمة العامة, هادفة الى اظهار أثر الرفع المالي في تحسين العائد على حقوق الملكية وعلى زيادة المخاطرة النظامية خلال الفترة (2001–2005). اشتملت عينة الدراسة على 37 شركة صناعية اردنية مساهمة مدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية. تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، واختبار التباين الاحادي، وبعض الأساليب الإحصائية الأخرى, وقد تم قياس الرفع المالي بطريقتين الاولى نسبة المطلوبات طويلة الاجل الى حقوق الملكية (LTD/E) والثانية من خلال نسبة اجمالي المطلوبات (الديون) الى اجمالي حقوق الملكية (D/E). وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها: وجود علاقة موجبة ذات دلالة هامة احصائيا بين الرفع المالي والمخاطرة النظامية .أيضاً وجود علاقة سالبة وليست ذات دلالة احصائيا عند مستوى الدلالة (0.05) بين الرفع لمالي والعائد على حقوق الملكية. كذلك، وجود علاقة سالبة ذات دلالة هامة احصائيا عند مستوى الدلالة (0.01) بين الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية. ومن أهم التوصيات: تشجيع الباحثين والمهتمين بدراسة أثر الرفع لمالي على العائد على حقوق الملكية والمخاطرة النظامية من خلال اساليب اخرى غير الانحدار الخطي البسيط , كاسلوب الانحدار المتعدد بادخال متغيرات اخرى بالنموذج (كالرفع التشغيلي, الحجم، تذبب العوائد، مخاطر الاعمال)، كذلك ضرورة التزام الشركات الصناعية بتوحيد طرق اعداد وعرض قوائهما المالية في تقاريرها السنوية. أما في هذه الدراسة فقد تم توسيع نطاق الدراسة لتشمل أثر كلاً من الرافعتين المالية والتشغيلية على مجموعة من العوائد ليس فقط العائد على حقوق الملكية وإنما حصة السهم من الأرباح والعائد على الأصول.

9. دراسة الأغا (2005) .

بعنوان : أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين.

هدفت هذه الدراسة الى تقييم العلاقة بين أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل وتأثيرهم على العائد على الاستثمار من خلال تطبيق الدراسة على الشركات المساهمة العامة بفلسطين (تجاري، صناعي، خدمي). تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة (1999–2003). لاختبار الفرضيات استخدمت الدراسة بعض النسب المالية لتحليل القوائم المالية كما استخدمت الدراسة معامل الارتباط بيرسون ومعادلة الانحدار البسيط ومعادلة الانحدار المتعدد للتحليل الإحصائي. من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل(الممتلكة والمقترضة)، وتكلفة هذه المصادر، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار . أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الامكان مع مراعات درجة المخاطرة . أما في هذه الدراسة فقد تم اختبار أثر كلاً من الرافعتين المالية والتشغيلية على عدة عوائد لتشمل العائد على الأصول وحصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى المخاطر النظامية .

10. .دراسة الخلايلة (2002) .

بعنوان: العلاقة بين مقاييس الرفع التشغيلي المختلفة وأثر الرفع التشغيلي على مستويات الرفع المالي.

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين مقاييس الرفع التشغيلي المستخدمة في أدبيات المحاسبة والتمويل وذلك لمعرفة مدى قوة الارتباط بين هذه المقاييس ولمعرفة ماذا كانت هذه المقاييس تشكل بدائل قوية (PROXY) لبعضها البعض. تم استخدام معامل الأرتباط والانحدار لاختبار فرضيات الدراسة. وخلافاً لنتائج معظم الدراسات السابقة لم تتوصل هذه الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة بين بيتا السوق واياً من مقاييس الرفع التشغيلي. وأظهرت نتائج تحليل الارتباط والانحدار للعلاقة بين مقاييس الرفع

التشغيلي والتباين في عوائد الاسهم نتائج مماثلة، فقد كانت جميع معاملات الارتباط متدنية وليست ذات دلالة احصائياً باستثناء معامل الارتباط الخاص بالمقياس الثاني للرفع المالي (نسبة الاصول الثابتة الى اجمالي الاصول) ،إذ بلغ نسبة ما يفسره هذا المقياس من تغيرات في قيم التباين في عوائد الاسهم حوالي 17%، ولم تتوصل الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين مستويات الرفع التشغيلي ومستويات الرفع المالي. أوصت الدراسة الباحثين الذين يستخدمون مقاييس الرفع التتشغيلي في دراسهم على البيئة الاردنية توظيف أكثر من مقياس للرفع التشغيلي لمعرفة مدى حساسية النتائج للمقاييس البديلة قبل الوصول الى نتائج قاطعة في دراستهم . أما في هذه الدراسة فقد تم اختيار أثر كل من الرافعتين المالية والتشغيلية من جهة كمتغيرات مستقلة على العائد والمخاطرة كمتغيرات تابعة من جهة أخرى.

11. . دراسة أبو فرحة (2001).

بعنوان: العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي.

تتناول هذه الدراسة العلاقة بين المخاطرة النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي في محاولة منها لفهم هذه العلاقات مما يساهم في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب للشركات ويساعد المستثمرين في تشكيل محافظهم الاستثمارية . تكونت عينة الدراسة من 38 شركة مساهمة عامة اردنية مدرجة في بورصة عمان، تنتمي الى قطاعين، الصناعة والخدمات، خلال الفترة 1984- 1999. وقد استخدم اختبار الارتباط بيرسون ونماذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار الفرضيات. اسفرت النتائج عن وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين المخاطرة النظامية ودرجة الرفع المالي، أيضاً وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين كل من الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي. ومن أهم التوصيات: تنويع المحفظة الاستثمارية لتشمل على شركات تنتمي لأكثر من قطاع كما توصي الدراسة الى التنبه لقوة العلاقات في اختيار طرق التمويل (خارجي أو داخلي) في الشركات وذلك حسب حساسية المخاطرة النظامية للسهم والمخاطرة التمويلية والمخاطرة التشغيلية. أما في هذه الدراسة فقد تم اختبار أثر كل من الرفع المالي والتشغيلي كمتغيرات مستقلة على العائد والمخاطرة النظامية كمتغيرات تابعة.

ثانياً: الدراسات باللغة الانجليزية

1. دراسة Al-Qudah , Laham ، (2013) بعنوان:

"The Effect of Financial Leverage & Systematic Risk on Stock Returns in the Amman Stock Exchange (Analytical Study – Industrial Sector)"

أثر الرفع المالي والمخاطر النظامية على عائد السهم في بورصة عمّان – القطاع الصناعي.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي والمخاطر المتظمة على العائد السنوي للأسهم للقطاع الصناعي للشركات المدرجة في سوق عمّان المالي، تكونت العينة من 48 شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمّان للفترة 2000–2009، استخدامت الدراسة برنامج (SPSS) وبعض الأساليب الإحصائية كالوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الإرتباط والإلتواء والتفرطح وقيمة (R^2 المعدلة) وتم استخدم نموذج توزيع (F)، ولإيجاد الرفع المالي تم استخدام مجموع الألتزامات مقسومة على مجموع الأصول ولقياس المخاطر المنتظمة تم استخدام معامل بيتا وتم استخدام معادلة العائد السنوي للسهم. توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على المخاطر المنتظمة (بيتا) أيضاً هناك أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد السنوي للأسهم ، أخيراً لا يؤجد أثر هام ذو دلالة إحصائية للمخاطر المنتظمة (بيتا) على العائد السنوي، وأن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 4% من التباين الذي يطرأ على المتغيرات التابعة. ومن أهم توصيات الدراسة أنه يجب على قسم الأبحاث في بورصة عمّان اعتماد آلية جديدة لبيانات الشركات المساهمة وذلك بحساب معامل بيتا لجميع الشركات المدرجة بالبورصة وتزويدها للمهتمين لمساعدتهم في عملية صنع القرار المالي والإستثماري، كذلك أوصت الدراسة الباحثين عمل دراسات على شركات مختلفة في قطاعات مختلفة لمعرفة نتائج الفروقات بين مختلف القطاعات الأردنية، أيضاً يجب اختيار مؤشرات ونسب مالية جديدة لم تؤخذ بعين الإعتبار في هذه الدراسة . بينما في هذه الدراسة تم اختبار أثر الرفع المالي بالإضافة إلى الرفع التشغيلي كمتغيرات على العائد من جهة ويمثل العائد على الأصول والعائد على الملكية والعائد على حصة السهم من الأرباح والمخاطر المنتظمة من جهة أخرى كمتغيرات تابعة.

2. دراسة .Byoun , Etal, (2013) ، بعنوان:

"Risk Management with Leverage: Evidence from Project Finance"

إدارة المخاطر والرفع – أدلة من مشاريع تمويلية .

هدفت الدراسة إلى اختبار هيكل رأسمال (2572) شركة استثمارية مالية في 124 دولة خلال الفترة 1997–2006 . لتحقيق أهداف الدراسة تم جمع البيانات من مصادر ثانوية من شركة ثومسون للبيانات المالية ، وتم تبويب البيانات وتنظيمها لأغراض التحليل. استخدمت الدراسة الأساليب الإحصائية المناسبة للتحليل مثل السلاسل الزمنية، ومعامل الإرتباط، وبعض المعادلات المتعلقة بالرفع المالي لأغراض التحليل وإختبار الفرضيات. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أولاً: أن الشركات لديها حافز قوي لتحويل مخاطر المشروع على الدائن من خلال رفع هيكل رأس المال، ثانياً: أن المقترضين يفترضوا أن مخاطر المشروع عليها رقابة أكبر على التدفقات النقدية ولذلك يتم التمويل، وأخيراً: وجد أن المقرضون من القطاع الخاص وعقود الدين تعمل كأنظمة رقابة مقالة من خلال الرقابة على التدفقات النقدية من قبل الإدارة. وأوصت الدراسة إلى عمل دراسات لبيان العلاقة بين الرفع المالي والرقابة على التدفقات النقدية في الشركات المساهمة. أما في هذه الدراسة فقد تم دراسة أثر ليس فقط الرفع المالي وإنما الرفع التشغيلي أيضاً على العائد والمخاطرة النظامية.

3. دراسة Saleem , Etal, (2013)، بعنوان :

"**Leverage (Financial and Operating) Impact on profitability of oil and gas sector of SAARC Countries**" **أثر الرفع المالي والتشغيلي على الربحية لقطاع النفط والغاز في دول جنوب آسيا .**

هدفت هذه الدراسة الى بيان أثر الرفع المالي والتشغيلي على الربحية (العائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار والعائد على الاصول) لقطاع النفط والغار في منظمة جنوب آسيا للتعاون الإقليمي (SAARC) وفهم وتحليل أثر الرفع على شركات النفط والغاز المختارة في دول جنوب اسيا

(سيريلانكا، وبوهتان، والهند، والمالديف، ونيبال، وباكستان، وبنغلادش، وافغانستان). استخدمت الدراسة عدة اساليب احصائية مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري والالتواء (skewness) لفهم توزيع البيانات وكذلك تم استخدام تحليل الارتباط واختبار الاهمية وتحليل التباين (ANOVA) كما استخدمت بعض النسب المالية لحساب الرفع المالي والتشغيلي. تم جمع البيانات من التقارير السنوية لشركات عينة الدراسة للفترة ما بين 2001–2010 . وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات اهمية احصائية بين درجة الرفع المالي (DFL) والرفع التشغيلي (DOL) وبين الربحية (العائد على الملكية ROE ، والعائد على الاستثمار ROI ، والعائد على الاصول ROA)، وتأثير الرفع يكون ايجابي عندما تكون المكاسب للشركة أكبر من المبالغ المالية الثابتة التي يتعين دفعها للمقرضين والمؤسسات المالية الأخرى . أما في هذه الدراسة فقد تم دراسة أثر الرفع المالي والتشغيلي ليس فقط على العائد وإنما على المخاطرة النظامية وهذا ما لم يذكره الباحثون.

4. دراسة Achchuthan , Jasinthan , (2012)، بعنوان:

"**Impact of Financial, Operating Leverage on the Financial Performance: Special Reference to Lanka Orix Leasing Company Plc in Sri-Lanka** ". **أثر الرفع المالي والتشغيلي على الأداء – شركة أوريكس للتأجير في سريلانكا**

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي على الأداء المالي مقاساً بـ(نسبة الربح التشغيلي(Operating Profit Ratio) ، وهامش الربح الصافي (Net Profit Margin و ROE و ROA) في شركة أوريكس للتأجير في سريلانكا. وكذلك هدفت ايضاً الى ايجاد اهم العوامل التي تحدد الرفع المالي والتشغيلي في الفترة 2001–2012 . استخدام الدراسة الأساليب الاحصائية لتحليل البيانات واختبار الفرضيات كتحليل النسب التي تشمل الرفع المالي والتشغيلي والأداء المالي في شركة التأجير في سريلانكا تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد وتحليل الارتباط لمعرفة التأثيرات والعلاقة بين المتغيرات الرئيسية في الدراسة. أظهرت النتائج إلى وجود أثر ذو دلالة هامة

احصائياً بين الرفع المالي والأداء المالي، كذلك لا يوجد أثر ذو دلالة هامة احصائياً بين الرفع التشغيلي والأداء المالي في شركة أوريكس للتأجير في سريلانكا. أوصت الدراسة الشركة بطرح وعرض كمية محددة من الاسهم لتحسين هيكل رأس المال مع نسب الرفع وذلك التركيز على الربط بين المطلوبات مع نوعية الأصول التي تملكها الشركة. أما في هذه الدراسة فقد تم اختبار أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد (ROA و ROE وبالإضافة إلى EPS) أيضاً تم دراسة المخاطرة النظامية كمتغير تابع .

5. دراسة JAVED, (2012)، بعنوان:

"Impact Of Financial Leverage On Dividend Policy : Case Of Karachi Stock Exchange 30 Index " أثر الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح– في الشركات المدرجة في بورصة كراتشي وعددها 30 شركة .

هدفت الدراسة في إيجاد أثر الرافعة المالية على سياسة توزيع الأرباح ل30 شركة مدرجة في بورصة كراتشي خلال فترة الدراسة 2005–2012. تم جمع البيانات من التقارير السنوية المنشورة في سوق كراتشي المالي لشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2005–2010. استخدمت الدراسة بعض الاساليب الاحصائية لاختبار الفرضيات مثل الانحدار المتعدد والنسب المتعلقة بالرفع المالي مثل نسبة الديون لحقوق الملكية (Debt Equity Ratio) ونسبة الديون(Debt Ratio) والعائد على ربحية السهم (EPS) واحتساب توزيعات الارباح (Dividend Yield). من أهم نتائج هذه الدراسة ان نظام إدارة الديون في شركات عينة الدراسة سيئة وبالتالي فإن هذه الشركات تعاني من الديون المرتفعة، مما يجعل إدارة هذه الشركات التفكير بعدم توزيع الأرباح على الأسهم . تشير نتائج الدراسة إلى أن هناك أثر سلبي للرفع المالي على توزيعات الأرباح للسهم وأن هناك أثر إيجابي ذو دلالة احصائية لحصة السهم من الأرباح على توزيعات الأرباح للسهم، وأوصت الدراسة على ضرورة قيام المدراء الماليين في الشركات باختيار القروض الأكثر أماناً للشركة تجنباً للأثر السلبي للقروض. أما في هذه الدراسة فقد تم اختبار أثر الرفع المالي والتشغيلي على متغيرات تابعة مختلفة وهي العائد والمخاطر النظامية .

6. دراسة Totala , Pachori (2012)، بعنوان :

"Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur, (M.P.), India" أثر الرفع المالي على عائد المساهمين والقيمة السوقية-شركات السيارات في الهند

هدف هذه الدراسة الى معرفة مدى تأثير الرفع المالي على عائد المساهمين والقيمة السوقية لمجموعة شركات السيارات في مدينة بيثامبور في الهند للفترة 2006-2010 ، وقد استخدمت هذه الدراسة عدة أساليب احصائية لاختبار فرضيات الدراسة منها تحليل الانحدار البسيط. وأظهرت نتائج الدراسة الى انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية هامة للرفع المالي على عائد المساهمين والقيمة السوقية للشركات عينة الدراسة، وتشير أيضاً نتائج الدراسة الى احتمالية وجود عوامل أخرى غير كمية تؤدي الى الغاء أثر الرفع المالي على عوائد المساهمين مثل الركود الاقتصادي، وزيادة المنافسة، والسياسات الحكومية. وأوصت الدراسة بأن تقوم الشركات على زيادة رأس المال وذلك للحصول على الأموال اللازمة للإستثمار مما يؤدي إلى أثر فعّال للرفع المالي على هيكل رأس مال الشركة. أما في هذه الدراسة فقد تم اختبار أثر الرفع المالي بالإضافة إلى الرفع التشغيلي على العائد ويتضمن العائد على الملكية بالإضافة إلى العائد على حصة السهم والعائد على الأصول أيضاً تم اختيار المخاطر كمتغير تابع.

7. دراسة Negi , Etal , (2012)، بعنوان:

"Impact of Financial Leverage on the Payoffs to Stockholders and Market Value" أثر الرفع المالي على عائد المساهمين والقيمة السوقية

هدفت هذه الدراسة الى معرفة أثر الرفع المالي على عائد المساهمين مقاسة بـ (العائد على الملكية (ROE) وحصة السهم من الأرباح (EPS) والقيمة السوقية مقاسة بـ(نسبة حصص الأرباح الموزعة Dividend Payout ، وتوزيعات الارباح و price-earnings ratio) لـ 50 شركة صناعية هندية مدرجة في NSE سوق نيودلهي المالي للفترة (2003-2008). تم استخدام الانحدار الخطي لقياس

العلاقة بين المتغيرات. قام الباحث بتقسيم الشركات عينة الدراسة إلى شركات ذات رفع مالي مرتفع وشركات ذات رفع مالي منخفض. أظهرت النتائج إلى: عدم وجود أثر للرفع المالي على حصة السهم من الآرباح (EPS) للشركات ذات الرفع المالي المرتفع في شركات عينة الدراسة لكن هناك أثر للرفع المالي على حصة السهم من الأرباح للشركات ذات الرفع المالي المنخفض في شركات عينة الدراسة. ومن نتائج هذه الدراسة أيضاً وجود أثر للرفع المالي على العائد على الملكية للشركات ذات الرفع المالي المرتفع وللشركات ذات الرفع المالي المنخفض. كما أظهرت نتائج الدراسة انه لا يوجد أثر للرفع المالي على نسبة حصص الأرباح الموزعة (Dividend Payout) للشركات ذات الرفع المالي المرتفع في حين هناك أثر للرفع المالي على توزيعات الارباح فقط للشركات ذات الرفع المالي المنخفض، وتشير النتائج أيضاً الى انه لا يوجد أثر للرفع المالي على نسبة سعر السهم إلى ربحه(price earnings ratio) للشركات ذات الرفع المالي المرتفع والشركات ذات الرفع المالي المنخفض . أما في هذه الدراسة فقد تم اختبار أثر الرفع المالي بالإضافة إلى الرفع التشغيلي على العائد ويتضمن العائد على الملكية بالإضافة إلى العائد على حصة السهم والعائد على الأصول أيضاً تم اختيار المخاطر النظامية كمتغير تابع.

8. دراسة Saini (2012)، بعنوان:

"Impact Of Financial Leverage On Sherholders Return and Market Cpitalization:Empirical Evidence Of Telecommunication Sector Companies , India" أثر الرفع المالي على عائد المساهمين والقيمة السوقية–شركات الأتصالات في الهند

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرفع المالي على العائد على الملكية والقيمة السوقية لشركات قطاع الإتصالات في الهند والتي تبلغ 7 شركات خلال الفترة 2004–2010، لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام بعض الاساليب الاحصائية مثل الانحراف المعياري والتباين والتفرطح والإلتواء ومعامل الارتباط واختبار (T) وبعض النسب المالية المتعلقة بالرفع المالي إذ تم استخدام التغير في نسبة العائد على الأسهم (EPS) مقسومة على التغير في نسبة الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)، واستخدمت الدراسة

برنـامج (SPSS) لإختبـار الفرضـيات ولإيجـاد طبيعـة العلاقـة بـين المتغيرات. أشـارت نتـائج الدراسـة إلـى وجود أثر هام ذو دلالة إحصائية للرفع المالي علـى القيمـة السوقية للشركات، أيضـاً أظهرت النتائج عدم وجود أثر هام ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على العائد على الملكية .

9. دراسة Mseddi, Etal (2010)، بعنوان:

"The Impact of Operating and Financial Leverages and Intrinsic Business Risk on Firm Value" أثر الرفع المالي و التشغيلي والمخاطر على قيمة الشركة

تتناول هذه الدراسة العلاقة بين قيمة الشركة والمخـاطر بهدف معرفة تأثير الرفع التشغلي والمـالي ومخـاطر الاعمـال (النظاميـة) علـى قيمـة الشركة. تم استخدام (Panel Data) لتقييم درجـة الرفـع المـالي والتشـغيلي لعنيـة مكونـة مـن 403 شـركة غيـر ماليـة فـي الولايـات المتحـدة للفتـرة بـين 1995−1999. واسـتخدمت الدراسـة ايضـاً نمـوذج تسـعير الاصـول الراسـمالية CAPM والنظريـات التـي اسـتخدمها (Rhee (1984) and Chung (1989),Mandelker)، وتحليل الانحدار ومعامل الارتباط لاختبار الفرضيات. وأكدت نتائج الدراسـة، النتائج التي توصل لها Mandelker , Rhee (1984) and ((1989) Chung) التـي تشير إلـى أن هنـاك اثـر ايجـابي لدرجـة الرافـع المـالي(DFL) والتشـغيلي(DOL) والمخـاطر النظاميـة علـى التغيـر فـي المبيعـات وعـائد السـوق (القيمـة السـوقية). بينمـا فـي هذه الدراسة فقد تم اختبار الرفع المالي والتشـغيلي كمتغيرات مستقلة من جهة وأثر ذلك علـى العائد ويتضـمن العائد على الملكية والعائد على حصة السهم والعائد على الأصول، أيضـاً المخاطر كمتغير تابع من جهة أخرى.

.10 دراسة Abu Kishik (2010) بعنوان :

Impact Financial Leverage on capital investment: Case of Jordanian Industrial Frims for the period 2002-2008. تأثير الرافعة المالية على الإستثمار الرأسمالي: دراسة حالة الشركات الصناعية الاردنية للفترة 2002–2008 .

هدف هذه الدراسة الى بيان أثر الرافعة المالية على الاستثمار الرأسمالي في 40 شركة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2002–2008 . وفيما اذا كان تأثير الرافعة المالية يختلف بين الشركات الصناعية الاردنية وفقاً لاختلاف حالة نمو تلك الشركات (شركات ذو فرص نمو مرتفعة, شركات ذو فرص نمو منخفضة). تم استخدام مقياسيين بهدف قياس الرفع المالي، المقياس الأول هو اجمالي الديون طويلة الأجل مقسومة على اجمالي الاصول والمقياس الثاني هو اجمالي الخصوم مقسوما على اجمالي الاصول .تم تقسيم البيانات إلى قسمين بعد جمعها: شركات ذو فرص نمو منخفضة وشركات ذو فرص نمو مرتفعة. واستخدم الباحث في هذه الدراسة الأساليب الإحصائية مثل تحليل الارتباط الخطي المتعدد ومقياس خاص لقياس فرص النمو(Tobin`s Q). وقد اشارت النتائج إلى أنه لا يوجد للرفع المالي اي تأثير ذو دلالة احصائية على الاستثمار الرأسمالي للشركات الصناعية الاردنية. وأوصت هذه الدراسة أن تقوم الشركات الصناعية الاردنية إلى الإهتمام بشكل أكبر بقرارات هيكل رأسمال وقرارات الاستثمار الراسمالي, كما اوصت الدراسة الشركات الصناعية الى اللجوء الى الإقتراض لتمويل استثماراتها الراسمالية وذلك لأنه يؤدي الى زيادة نسبة العائد على حقوق الملكية واخيرا اوصت الدراسة المدراء الماليين الى التعرف على جميع فرص الاقتراض في السوق. أما في هذه الدراسة فقد تم توسيع نطاق الدراسة لتشمل أثر كل من الرافعتين المالية والتشغيلية على العائد والمخاطرة النظامية.

11. دراسة Shubiri ، (2010) ، بعنوان:

"Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies" محددات هيكل رأس المال – حالة من الشركات الصناعية الأردنية

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل بعض نظريات هيكل رأس المال الأمثل حيث تقوم على فحص أثر محددات هيكل رأس المال مثل عمر الشركة، وحجمها، وهيكل الأصول (الملموسة والمتداولة)، ومخاطر الأعمال، ومعدل نمو الشركات، والعائد على الأصول والضريبة كنتغيرات مستقلة وأثرها على الرفع المالي كمغير تابع، وذلك للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين 2004-2007 . لإختبار الفرضيات ولمعرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات تم استخدام اختبار الانحدار البسيط والمتعدد. أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذو دلالة هامة إحصائياً ما بين حجم الشركة، وهيكل الأصول الملموسة، ومعدل النمو ، والضريبة وبين الرفع المالي (درجة الدين)، وأظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة ذو دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول وعمر الشركة وهيكل الأصول المتداولة ومخاطر الأعمال وبين الرفع المالي (درجة الدين)، وأوصت الدراسة بضرورة التأكيد على التسهيلات في ملكية رأس المال وخاصة أنها تؤثر على الإقتراض، أيضاً أن سياسة الشركات تميل للتشجيع على تأسيس مخططات مالية تساعد الشركات في بعض الصناعات المحددة وكذلك الحاجة إلى تطوير قاعدة بيانات بشكل يعكس مدى توفرها مستقبلاً حيث تساعد في تحديد وفحص عدد إضافي من المتغيرات التي من الممكن أن تؤثر على السلوك المالي في الشركات الأردنية والتركيز على هيكل الملكية للشركات الأردنية وذلك لمعرفة كيفية قيام الشركات بإتخاذ القرارت. أما في هذه الدراسة فقد هدفت إلى اختبار الرفع المالي والتشغيلي كمتغيرات مستقلة وأثرها على العائد ويشمل العائد على الأصول والعائد على الملكية والعائد على السهم والمخاطر المنتظمة كمتغبرات تابعة .

12. دراسة Bhayani ,(2009)، بعنوان :

"Impact of Financial Leverage on Cost of Capital and Valuation of Firm: A Study of Indian Cement Industry" أثر الرفع المالي على تكلفة رأس المال وتقييم الشركات

هدفت الدراسة الى تحليل واختبار أثر الرفع المالي على معدل تكلفة راس المال (Cost of Capital) والتقييم الإجمالي للشركات (total valuation of firm) وعلى نسبة سعر السهم إلى ربحه(price-earnings ratio). وتتمثلت عينة الدراسة من تسع شركات في صناعة الاسمنت بالهند للفترة 2000–2007. واستخدمت الدراسة الأساليب الاحصائية مثل الوسط الحسابي والوسيط ومعامل بيرسون Karl Pearson's coefficient واختبار T . أشارت نتائج الدراسة الى عدم وجود اثر للرفع المالي على تكلفة راس المال في شركات صناعة الاسمنت وكذلك عدم وجود اثر للرفع المالي على نسبة السعر للأرباح price earnings ratio في شركات عينة الدراسة, وأخيراً لا يوجد ارتباط بين الرفع المالي والتقييم الإجمالي (Total valuation) في شركات صناعة الاسمنت. بينما في هذه الدراسة فقد تم اختبار أثر الرفع المالي بالإضافة إلى الرفع التشغيلي على العائد ويتضمن العائد على الملكية والعائد على حصة السهم والعائد على الأصول والمخاطرة .

13. دراسة Aivazian ، Etal (2005)، بعنوان:

"The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence"

أثر الرفع على القرارات الإستثمارية– أدلة من الشركات الكندية المساهمة العامة

هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر الرفع المالي على القرارات الإستثمارية للشركات الكندية المساهمة (Canadian publicly traded companies). تم جمع معلومات من 1035 شركة صناعية كبرى كندية موجودة حتى نهاية عام 1999 , للفترة بين 1982–1999 . استخدمت الدراسة الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي Mean وتم استخدام اختبار توبنز كيو Tobin's Q واختبار T واختبار مضاعف لاغرانج The Lagrangian Multiplier test (LM Test) واختبار المربعات

الصـغرى, كمـا تـم اسـتخدام (Instrumental Variable Approach) لمعالجـة العلاقـة بـين الرفـع والإستثمار، وتم استخدام مقياسين للرفع المالي. أظهرت نتائج الدراسة إلى أن الرفع المالي لـه أثر سلبي على الاستثمار في الشركات ذات فرص النمو المنخفض أكثر من تلك الشركات التي تتمتع بفرص نمو عاليـة. أمـا فـي هـذه الدراسـة فقد هـدفت إلـى اختبـار أثـر الرفـع المـالي بالإضـافة إلـى الرفـع التشـغيلي كمتغيرات مستقلة على العائد والمخاطرة النظامية كمتغيرات تابعة .

1.9 : ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

من خلال ما تم ذكره في الدراسات السابقة ، تم ملاحظة أن أغلب الدراسات السابقة بحثت في جانب الرفع المالي وأثره على العائد على الاستثمار او العائد على حقوق الملكية أو على قيمة الشركة أو متغير تابع آخر لوحده، ولكن القليل من هذه الدراسات بحثت في أثر الرفع المالي والتشغيلي معاً على مجموعة من مؤشرات العوائد أو غيرها من المتغيرات وهنا تأتي أهمية هذه الدراسة كمتمم للدراسات السابقة، وعلى حسب علم الباحثة فإن هذه الدراسة هي الأولى التي تتناول هذا المزيج من هذه المتغيرات، كون العائد والمخاطر معاً هم من أهم العوامل التي يعتمد عليها متخذو القرار المالي والاستثماري في قراراتهم. تناولت هذه الدراسة أثر الرفع المالي والتشغيلي كمتغيرات مستقلة، على العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على السهم من الأرباح وعلى المخاطر النظامية كمتغيرات تابعة، في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2000-2011، إذ تعتبر هذه الدراسة الأولى من نوعها في اختيار مثل هذه المتغيرات مجتمعة لتلك الفترة على حسب علم الباحثة .

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

1.2 تمهيد Introduction .

2.2 هيكل رأس المال Capital Structure .

3.2 نظرية هيكل رأس المال Capital Structure Theory.

4.2 مفهوم تكلفة رأس المال Meaning Of The Capital Structure .

5.2 هيكل التمويل المستهدف Target Capital Struture

6.2 الوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weight Average Cost Of Capital (WACC) .

7.2 مفهوم الرفع The Leverage

- الرفع التشغيلي، مزاياه، مخاطره، قياسه .Operating Leverage
- الرفع المالي، مزاياه، مخاطره، قياسه. Financial Leverage

8.2 العوائد Returns

- العائد على حقوق الملكية ROE
- العائد على الأصول ROA
- حصة السهم من الأرباح EPS

9.2 العوائد والرفع Returns and Leverage

10.2 المخاطر The Risk

- المخاطر النظامية Systematic Risk
- المخاطر اللانظامية Unsystematic Risk

1.2: تمهيد: Introduction

إن قرار تحديد المزيج الأمثل للهيكل المالي للشركة من أصعب القرارات الاستراتيجية التي تواجه المديرين الماليين خاصة في ظروف معينة وبالأخص تحديد هيكل رأس المال الأنسب إذ هو تلك التوليفة من الخيارات المتاحة من مصادر التمويل، بعد القيام بتحديد كمية احتياجاتها من الأموال ونوعيتها. لذلك يجب على إدارة الشركة أن تقرر كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع، مع الأخذ بعين الإعتبار جملة من العناصر أهمها، تأثير المديونية على ربحية الشركة وقيمتها، ومستوى الدين ومدى تناسبه مع وضع الشركة، والمزيج المقبول والمناسب للتمويل من المديونية وحقوق المالكين (الصبيحي، الحمدوني، 2012 ص 148).

حيث أن مفهوم الهيكل المالي هو أكثر المفاهيم تعقيداً عند اتخاذ القرارات المالية وذلك بسبب علاقته المتداخلة مع بعض القرارات للمفاهيم المالية الأخرى، فاتخاذ قرارات مالية غير جيدة فيما يخص الهيكل المالي للشركة يصبح هناك تكلفة عالية لرأس المال وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض صافي القيمة الحالية NPVs وجعل العديد من هذه المشاريع غير مقبول أو مجدي اقتصادياً. (Gitman , Zutter, 2012, P 523).

لذلك يتطلب القيام بهذه الوظيفة، توافر كفاءات متميزة لدى الادارة المالية لما للقرارات المتعلقة بموضوع التمويل من أثر هام في ربحية المؤسسة وسلامة وضعها المالي (عقل، 1995، ص 393).

2.2: هيكل رأس المال Capital Structure.

تعتبر جميع العناصر المحاسبية ما عدا الإلتزامات المتداولة في جانب الإلتزامات وحقوق الملكية في الميزانية العمومية هي مصادر للأموال (Gitman , Zutter, 2012, P 523)، وهذا يعنى أن مفهوم هيكل التمويل يتكون من أولاً: **حقوق الملكية** وتتألف مصادرها من الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة،

والأسهم الممتازة أن وجدت، وثانياً: **أموال مقترضة** وهي ديون وإلتزامات مالية على الشركة تجاه مقرضيها وأموال يتم الحصول عليها من خلال الاقتراض وتتألف مصادرها من الإئتمان التجاري، والقروض المصرفية قصيرة وطويلة الأجل والسندات التي تصدرها المنشأة (القضاة، 2012، ص 22)، وسيتم ايجاز كل منها على النحو التالي:

أ. أموال الملكية وتتضمن:

1. **الأسهم العادية (Common Stocks):** من يملك الشركة هم أصحاب الأسهم العادية، وهو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للإكتتاب العام ولها القابلية للتداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، والأسهم العادية يمكن أن تكون ذات ملكية خاصة عن طريق شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص الذين تربطهم صلة قرابة، ولا يتم تداول الأسهم بالسوق المالي، أو أن تكون ذات ملكية عامة عن طريق مجموعة كبيرة من الأفراد أو الهيئات الإستثمارية حيث يتم تداول أسهمها في السوق المالي بشكل ملحوظ ، وهي أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها. (آل شبيب،2007، ص201)

2. **الأسهم الممتازة (Preferred Stocks):** تعتبر الآسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل، يكون لها قيمة اسمية وقيمة سوقية، يكون مقدار الربح نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على قيمة هذه الأرباح من قبل حملة الأسهم العادية، يكون لحامل السهم الممتاز الأولوية في الحصول على نصيبه من قيمة الأسهم عند التصفية على حملة الأسهم العادية حيث إذا تم التوقف عن توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، فعادةً ما تصبح هذه التوزيعات ديون على الشركة يجب دفعها لأصحاب الأسهم الممتازة. وتجمع الأسهم الممتازة بين خصائص السهم العادي والسندات أي تعتبر مزيجاً من الدين وحقوق الملكية، حيث تتشابه من حيث

وجود نسبة ثابتة من العوائد يتقاضاها حملة هذه الأسهم وهو ما يشبه العائد الكوبوني المثبت على السند. (خصاونة ، 2011، ص 161).

3. **الارباح المحتجزة : (Retained Earnings)**: إن قرار المنشأة باحتجاز الأرباح لتمويل احتياجاتها من الأموال للحصول على الفرص الإستثمارية المتاحة تمثل القاعدة الأساسية للتمويل الداخلي بدلاً من اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي والمتمثلة بالمديونية. كما أن الإدارة التي تعمل في مصلحة حاملي الأسهم تقوم باحتجاز الأرباح عندما تكون الأسهم العادية مقيمة بأقل من قيمتها. فعدما تحتاج الشركة إلى تمويل عن طريق أموال الملكية فإما أن تصدر أسهم عادية من جديد أو أن تزيد أموال الملكية بإحتجاز الأرباح ، حيث تكلفة إصدار الأسهم هي نفس المبلغ الذي سيزيد من أموال الملكية . تعد الأرباح المحتجزة مصدر تمويل ذاتي (داخلي) وهي جزء من الأرباح التي تحققها المنشأة ولكن سياسات التوزيع فيها ارتأت احتجازها وإعادة استثمارها، وقد يكون الإحتجاز لكامل الأرباح المتحققة أو لجزء منها، فعندما تريد المنشأة نمو موجوداتها أي التوسع في الاستثمار، فإن ذلك يتطلب أموالاً إضافية ولتعزيز هذا التوجه فإنها تعتمد على التمويل الذاتي (حق الملكية). (العامري ،2010،ص 258).

ب. أموال الاقتراض

1. **السندات (Bonds)**: وهي أداة دين مالية طويلة الأجل، إذ هي عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة سواء الحكومات أو الشركات لتمويل مشاريعها وأنشطتها، وبين المستثمر الذي يشتريها، ويقضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغ معيناً حيث توعد الحكومة أو الشركة بأنها ستعيد ثمنه في المستقبل تحت شروط معينة، لمدة محددة (فترات استحقاق Maturity Dates) وبسعر فائدة معين، ويختلف السند عن القرض التجاري بأن السند له قيمة سوقية قد تساوي أو تختلف عن قيمته الإسمية وهو قابل للتداول بالبيع أو الشراء في الأسوق المالية ولذلك تعتبر أدوات مالية عالية

السيولة. يمنح السند حامله الحق في استرداد قيمته الاسمية عندما يحين تاريخ الاستحقاق وخلال تلك الفترة يحصل على فائدة دورية وفقاً لمعدل الكوبون المثبت على وثيقة السند (العلي،2010، ص 230).

2. **القروض المصرفية طويلة الأجل (Term Loans):** تعد من احد مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرف وتكون مدتها أكثر من سنة، وتمنح مثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو خارجه، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقترض (آل شبيب،2007، ص 218).

3. **الائتمان التجاري (Trade Credit):** وهو عبارة عن تمويل قصير الأجل يحصل عليه المشتري من المورد مقابل قيام الأول بشراء بضاعة من الثاني على الحساب. فهو في الحقيقة يمثل قيمة البضائع المشتراه على الحساب بغرض إعادة بيعها، ولا يشمل هذا الائتمان على قيمة الأصول باعتبار أن تمويل هذه الأصول من مصادر طويلة الأجل. (ارشيد، طربوش، 2010، ص180)، وهناك عدة أشكال للإئتمان التجاري مثل الكمبيالات والشيكات المؤجلة والحساب الجاري بحسب عقل،1995،ص 422)، وذكر (الصياح ،العامري، 2006، ص 241) ان الائتمان التجاري يسمى أيضاً بأوراق الدفع (Note Payable) .

مما يجدر ذكره هنا أن تكلفة أموال الدين أقل من تكلفة المصادر الأخرى من الأموال، فالدائنون يطلبون نسبياً عوائد أقل لأنهم يتحملون مخاطر أقل عند مساهمتهم في تمويل رأس المال، فالدائنون لهم الأولوية في المطالبة بحقوقهم قبل الأخرين مثل أصحاب الأسهم العادية والممتازة، أما الشركات فتستفيد من انخفاض تكلفة التمويل بالدين بسبب اعتبار الفوائد مصاريف تخفض من الدخل الخاضع للضريبة، وعلى عكس التمويل عن طريق الديون الذي يجب دفعة ضمن فترات زمنية محددة ومجدولة، وإن الفائدة الرئيسية من التمويل عن طريق الديون هي الدرع الضريبي (Tax shield) الذي يسمح باعتبار الفوائد

المدفوعة كمصاريف تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، أما تكلفة الديون فتنتج عن احتمال زيادة تعرض الشركة للإفلاس نتيجة لعدم قدرتها على سداد ديونها، وتكاليف الوكالة من قبل المقرض لمراقبة أعمال الشركة، وكذلك التكاليف المتعلقة بالمدراء على أساس أن لديهم معلومات عن مستقبل الشركة لا يعرفها المستثمرون (Gitman, Zutter, 2012, P527)، من ناحية أخرى إن التمويل عن طريق الملكية تتضمن الأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة. الأسهم العادية هي الأكثر تكلفة من مصادر التمويل يتبعها الأرباح المحتجزة ثم الأسهم الممتازة (Gitman , Zutter, 2012, P524) .

3.2 : نظرية هيكل رأس المال Capital Structure Theory

إن من أهم النظريات والأبحاث التي تم التطرق لها في الهيكل التمويلي للشركات من قبل الباحثان (Franco Modigliani and Merton H. Miller) المعروفين باسم (M & M) حيث أثبتوا في عام 1958، بأن اختيار الهيكل المالي للشركة لن يؤثر على قيمتها السوقية، حيث تعتبر هذه النظرية من أبرز الأبحاث في أدبيات التمويل، وقد تم بناء النظرية عن طريق الإفتراضات التالية :

1. لا توجد ضرائب .
2. ثبات قيمة مخاطر الأعمال وتجانسها ، حيث تقاس ب (σ EBIT ، أي الانحراف المعياري للربح قبل الفوائد والضرائب)، للشركات التي تعمل بنفس الصناعة أي القطاع .
3. تجانس توقعات المستثمرين عن الأرباح والمخاطر المستقبلية للشركة .
4. افتراض أن السوق كامل تتوافر فيه العوامل التالية: يستطيع المستثمر(سواء الأفراد أو المؤسسات) الاقتراض بنفس القيمة أو المعدل، وكذلك للمستثمر حق في شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغر حجمها، أيضاً، لاتوجد تكلفة للإصدر أو تكلفة للمعاملات (Moyer,etal, 2006, p419).

وقد طبق الباحثان (Modigliani and Miller) فرضياتهم على شركتين، واحدة تعتمد على القروض وأموال الملكية في هيكلها التمويلي ، والأخرى تعتمد على الملكية فقط ، وظهرت النتائج أن القيمة السوقية لأي شركة منهما لا تتأثر بهيكل رأسمالها بمعنى أن القيمة السوقية للشركة التي تعتمد على القروض والملكية معاً يساوي القيمة السوقية الممولة بحقوق الملكية بالكامل وهذا ما يؤكد الاستقلالية التامة للهيكل التمويلي عن القيمة السوقية للشركة .(Ehrhardt, Brigham, 2011,p 998-997).

وفي عام (1963)، قم الباحثان (Modigliani and Miller) بنشر مقال –أو مقترح– ثان عن الهيكل التمويلي لكن هذه المرة قاما بتحرير النظرية من الضرائب، وبينت النتائج أن القيمة السوقية للشركات التي تعتمد على الاقتراض تفوق قيمتها عن تلك الشركات التي تعتمد على أموال الملكية في تمويلها لأنشطتها، ذلك أن فائدة الديون تكمن في ما يعرف بالدرع الضريبي (Tax Shelter Or Tax Shield)، حيث أن الفوائد هو حساب يخصم من الضرائب (This occurs because interest is a tax-deductible expense)، حيث إن أكثر قيمة تتحقق للشركات عندما تستخدم التمويل بالديون فقط وذلك بحسب المقترح الثاني (Moyer, Etal, 2006, p 424).

وتعرضت هذه النظرية لانتقادات عدة بسبب مثالية افتراضاها وعدم واقعية هذه الافتراضات، ومن أبرز هذه الانتقادات تلك المتعلقة بامكانية احلال الاقتراض الشخصي محل اقتراض الشركات وبمعدلات الفوائد نفسها وانعدام تكاليف الصفقات وتجاهل تكاليف الافلاس وتكاليف الاصدار . (نصيرات،2012، ص 23)

4.2: مفهوم تكلفة رأس المال Meaning The Cost Of Capital

تعرف تكلفة رأس المال بأنها عبارة عن تكلفة الفرصة لاستخدام الأموال في مشاريع رأسمالية، وهي تعبر عن تكلفة المصادر المختلفة للأموال التي تحصل عليها الشركة، مثل الأسهم والسندات والقروض والأرباح المحتجزة. وتعتبر هذه التكلفة ذات أهمية قصوى في تحديد جدوى الاستثمار في المشاريع الجديدة، فهي تستخدم كمعدل لخصم التدفقات النقدية في طريقة صافي القيمة الحالية، كما أنها تعبر عن معدل العائد المطلوب في طريقة معدل العائد الداخلي. وكلما قلت هذه التكلفة ازدادت ربحية المشاريع الاستثمارية، غير أن هذه التكلفة ازدادت المديونية، أو مستوى المخاطرة المالية للشركة كما أنها تزداد بزيادة الاعتماد على المصادر ذات التكلفة الأعلى مثل الأسهم العادية، بحسب (تيّم، 2009، ص 321).

وأشار (Gitman , Zutter, 2013, P 358) أن تكلفة رأس المال هي عبارة عن تكلفة التمويل والحد الأدنى للعائد الذي يجب على المشروع تحقيقه لزيادة قيمة الشركة السوقية، فإن المشاريع ذات العائد الأعلى من تكلفة رأس المال سوف تزيد من القيمة السوقية للشركة، والمشاريع ذات العائد الأقل من تكلفة رأس مال ستخفض من القيمة السوقية للشركة .

في حين ذكر (العامري، 2010، ص 281) أن الرافعة المالية المثلى تساعد على تحديد الهيكل المالي الأمثل، فعند هذه الرافعة ينخفض المعدل الموزون لكلفة التمويل إلى أدنى حد، فإذا كان الهيكل المالي يضم نسبة تمويل مقترض تقل عن النسبة المثلى فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع المعدل الموزون لكلفة التمويل، ويعود السبب إلى ارتفاع كلفة التمويل الممتلك مما يؤدي إلى انخفاض العائد على حق الملكية، وفي هذه الحالة تندفع المنشأة إلى رفع نسبة تمويلها المقترض لأن كل زيادة فيه تؤدي إلى انخفاض معدل كلفة التمويل حتى تبلغ حدها الأدنى وذلك عندما تبلغ نسبة التمويل المقترض حدها الأمثل وينعكس أثر ذلك في تعظيم العائد على حق الملكية.

5.2 :هيكل التمويل المستهدف Target Capital Structure

إن هيكل التمويل يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المنشأه في التمويل ونسبة كل عنصر فيه، على أن تسعى الإدارة بكل طاقاتها لتحقيق هذا الهيكل وعدم الانحراف عنه قدر المستطاع حيث يمكن تعظيم قيمة الشركة عند انخفاض تكلفة رأس المال. وفي اختيار المنشأة للهيكل المستهدف عليها أن توازن بين العائد والمخاطرة الناجمين عنه، أي أن تكون المخاطرة الناجمة عن استخدام مصدر تمويل منخفضة، متوازنة مع العائد الناجم عنها والمتمثل بزيادة الربحية والعكس صحيح. فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يترتب على مثل هذا الهيكل تعظيم قيمة المنشأة أي تعظيم ثروة الملاك (القضاة ، 2012، ص 22) . ويجدر الحديث هنا عن الهيكل المالي المثالي (The optimal Capital Structure) إذ هو المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد(Return) والمخاطرة (Risk) بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية، إذ يجب على الشركات اتباع سياسة مفادها أن هيكل التمويل يجب أن تتضمن نقطة توازن بين المخاطرة و مزايا العائد (ATrade-Off between Risk and Return). (الآغا،2005، ص 78).

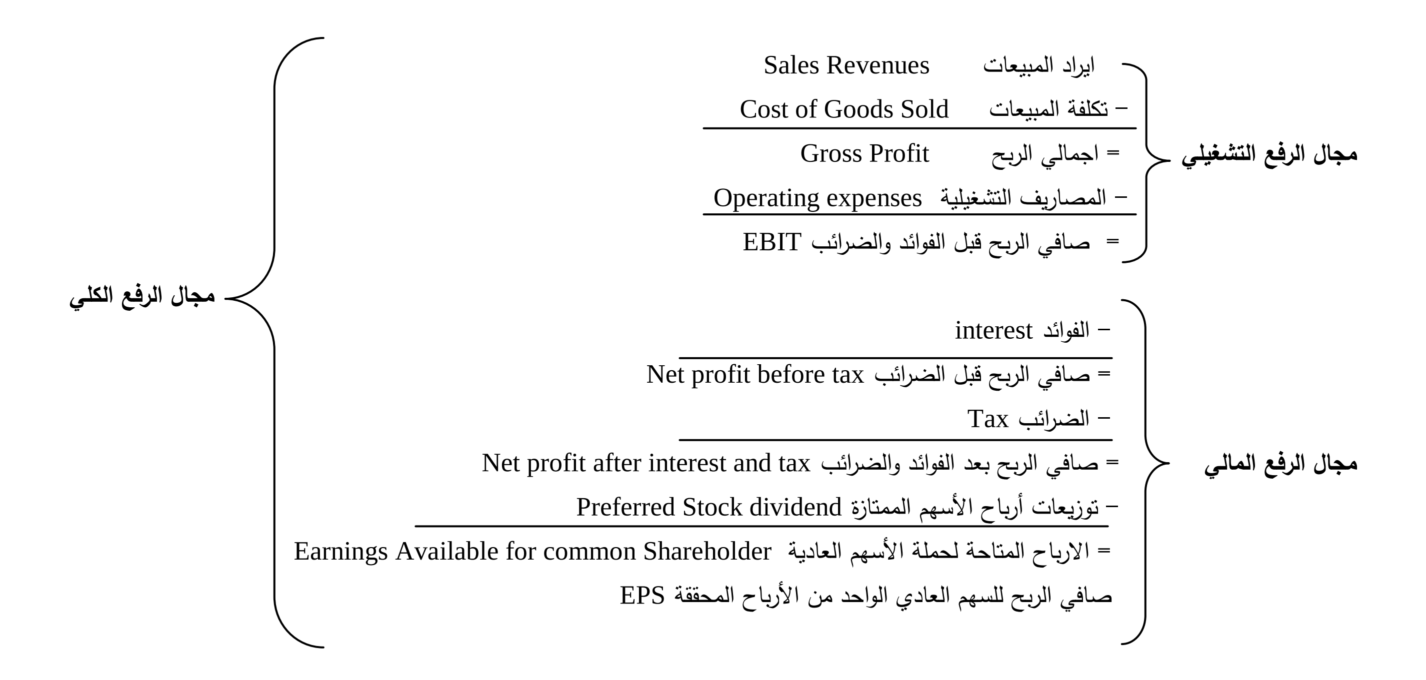
ولأخذ التداخل بين مصادر التمويل المختلفة بعين الاعتبار مفترضين وجود هيكل تمويلي مستهدف للشركة ، فإننا بحاجة إلى النظر للتكلفة الكلية لرأس المال بدلاً من النظر إلى تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل على حدا ، أو ما يسمى بالوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Weight Average Cost Of Capital)، والذي يتماشى مع هدف تعظيم ثروة المالكين (حداد، 2007، ص 246).

6.2 : الوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weight Average Cost Of Capital (WACC)

تكلفة رأس المال هي عبارة عن العائد الذي يريده ويطلبه المستثمر لاستثمار أمواله في الشركة، ولحساب تكلفة التمويل لأي شركة فإنه يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بكلمة المرجحة في هذا المجال هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من الهيكل الكلي للأموال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى (الآغا ،2005، ص 70). وهنا يتطلب الأمر إعطاء وزن نسبي معين لكل مصدر من مصادر التمويل أي تحديد مكونات هيكل رأس المال، إذ يجب الأخذ بعين الاعتبار التداخل بين المصادر المتعددة للتمويل كما ذكر آنفا، وبعد احتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل نضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لمساهمته في هيكل رأس المال ونجمع النتيجة لنحصل على الكلفة المرجحة للأموال، والكلفة المرجحة المتوسطة للأموال تستخدم للمقارنة بين البدائل المطروحة من مصادر التمويل المتاحة للمشروع ويتم مقارنتها مع العائد لنستطيع بعدها أن نقرر اعتماد هذه المصادر بأهميتها النسبية المقترحة أو تغير مقدار مساهمة كل عنصر، وخاصة تلك المصادر التي كلفتها عالية لتخفيض العبء الذي يتحمله المشروع والناجم عن ارتفاع كلفة مصادر التمويل (آل شبيب، 2007، ص 334).

7.2 : مفهوم الرفع Leverage

الرفع ينتج عن استخدام التكاليف الثابتة أو الدين في هيكل التمويل من أجل تعظيم العائد على حقوق المساهمين وبشكل عام فإن زيادة الرفع ينتج عنه زيادة في العائد والمخاطرة، أن كمية الرفع في الهيكل المالي يمكن أن يؤثر بشكل كبير ومهم على القيمة السوقية للشركة عن طريق تأثيرها على كل من عائد الشركة ومخاطرتها. وبسبب تأثير الرفع على القيمة السوقية للشركة، فإن على المدير المالي فهم كيفية قياس وتقييم الرفع، خاصة عند اتخاذ القرارت المتعلقة بالهيكل المالي للشركة. سيتم استخدام قائمة الدخل لإلقاء الضوء على مصادر الرفع المختلفة كما في الشكل التالي (Gitman , Zutter, 2012, P 508):



الشكل رقم (1) : الرفع

المصدر : (Gitman , Zutter, 2012, P 508)

ويقسم الرفع إلى قسمين كالتالي:

1. **الرفع التشغيلي**

يقصد به المدى الذي تعتمد فيه الشركة على التكاليف الثابتة في نشاطها كنسبة من التكاليف الكلية، والمزج بين التكلفة الثابتة والتكلفة المتغيرة او حصة التكلفة الثابتة من المتغيرة تحدد درجة الرفع التتشغيلي، فإذا كانت النسبة الأكبر من التكاليف الكلية هي تكاليف ثابتة فإن الشركة تكون ذات رفع تشغيلي مرتفع، وبالتالي فإن اي تغيير صغير نسبياً في حجم المبيعات سوف يؤدي إلى تغيير أكبر نسبياً في العائد على حقوق الملكية. ويتفاعل أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي فيما يعرف بالرفع المركب، في أن كليهما يزيد من العائد على حقوق الملكية وكليهما يزيد من المخاطرة، حيث يعمل الرفع المالي على زيادة المخاطر المالية ويعمل الرفع التشغيلي على زيادة مخاطر الأعمال (نويران،2007، 18). وبشكل عام تهتم الرافعة

التشـغيلية بالعلاقـة بـين ايـراد مبيعـات الشـركة وبـين صـافي الـربح قبـل الفوائـد والضـرائب (EBIT) أو الـربح التشغيلي (Gitman , Zutter, 2012, P 509).

إن استخدام الرفـع التشـغيلي يـؤدي إلـى انتقـال نقطـة التعـادل إلـى الأعلـى، وهـذا يزيـد مـن عـبء المنشـأة بأنهـا بحاجـة إلـى حجـم مبيعـات أكبـر لتغطيـة تكاليفهـا الثابتـة، وهـذا مـا يعـرف عـادةً بمخـاطر الاعمال وتبقى نقطـة التعـادل علـى حالهـا فـي حـال كانـت الزيـادة فـي التكـاليف الثابتـة تسـاوي النقـص فـي التكاليف المتغيرة الكلية للمنشأة، وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من النقص في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا يؤدي إلى أن المنشأة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق أي قبل استخدام الرفع التشغيلي وهذا سوف يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلـى الأسـفل وهـو يعتبـر مقيـاس جيد لأداء المنشـأة فـي تلـك السـنة أو فتـرة معينـة (القضـاة، 2012، ص 25). ويبدأ سلوك الرفع التشغيلي بالتباطؤ نتيجة تجاوز عمليات الشركة درجة التعادل وبعبارة أخرى كلما زاد حجم مبيعات الشركة انخفضت مخاطر الرافعة التشغيلية (ناصر الدين، 2011، ص 11) .

وبيّن (عقل، 1997، ص 359) أن وجود التكلفة الثابتـة فـي عمليـات المؤسسـة هـو الأسـاس لوجـود فكـرة الرفع التشغيلي حيث لاوجود لمثل هذه الظاهرة في المؤسسات المالية دون أن تتضمن تكاليفها التشغيلية تكـاليف ثابتـة ، لـذا تنطبـق هـذه الخاصـية علـى الشـركات التـي تعمـل فـي صـناعات تغلـب عليهـا الكثافـة الرأسمالية مثل صناعات الاسمنت والحديد والكهرباء والبترول والطيران .

وذكـر (نويران،2007، ص 18) أن الرفـع التشـغيلي هـو المـدى الـذي تعتمـد بـه الشـركة علـى التكـاليف الثابتـة فـي نشـاطها كنسـبة مـن التكـاليف الكليـة، ويمكـن تعريـف الرفـع التشـغيلي أيضـاً بأنـه الاسـتخدام المتـاح للكلفـة التشـغيلية الثابتـة مـن أجـل تعظـيم تـأثير التغيـرات التـي تحصـل بالمبيعـات فـي الـربح التشغيلي أو ما يطلق عليه الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)، بحسب (حميد، الراوي، 2012 ، ص313).

قياس درجة الرافع التشغيلي Measuring The Degree Of Operating Leverage (DOL)

1. ويمكن إيضاح كيفية قياس درجة الرفع التشغيلي من خلال المعادلة التالية (القضاة،2012، ص 26):

$$DOL = \frac{\text{نسبة التغير في صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

2. أيضاً يمكن حساب الرفع التشغيلي بالأخذ بعين الإعتبار مستوى المبيعات وبالوحدات كالآتي بحسب (Gitman, 2013,p 515) :

$$DOL = \frac{Q(P - VC)}{Q(P - VC) - FC}$$

Q : الكمية (عدد الوحدات المباعة).

P : سعر الوحدة الواحدة .

VC : التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة.

FC : التكلفة الثابتة.

3. وأيضاً يتم قياس الرفع التشغيلي بالمعادلة التالية بحسب (نوفل، آخرون، 2012، ص 230) ودراسة (الخلايلة،2002، ص 100) إذ أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة من إجمالي الأصول يزداد الرفع التشغيلي :

$$\text{الرفع التشغيلي} = \frac{\text{إجمالي الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الإصول}}$$

4. تم استخدام عدة مقاييس لقياس الرفع التشغيلي في دراسة (الخلايلة ،2002، ص 100)، وتشمل :

أ. يعتمد هذا المقياس على هيكل التكلفة ، أي نسبة التكاليف الثابتة (أو المتغيرة) للتكاليف الكلية، وبشكل عام زيادة نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية (انخفاض معدل التكلفة المتغيرة) مؤشر على

زيـادة الرفـع التشـغيلي والمخـاطرة التشـغيلية للمنشـأة، وبسـبب أن الشـركات عـادةً لا تفصـح فـي تقاريرهـا الخارجيـة علـى هيكـل التكلفـة ومكوناتهـا سـيتم تقـدير نسـبة التكـاليف الثابتـة ومعـدل التكـاليف المتغيـرة باستخدام البيانات المنشورة في القوائم المالية وذلك باستخدام نموذج الانحدار على النحو التالي :

$$TC = \alpha + \beta X + e$$

حيث :

TC تمثل التكاليف التشغيلية للشركة(i) خلال الفترة (t).

α : هي ثابت المعادلة ويمثل التكاليف الثابتة المقدار.

β : يمثل ميل خط الانحدار ويمثل التكلفة المغيرة لكل دينار مبيعات بالنسبة للشركة (i) .

X :هو حجم المبيعات بالدنانير للشركة (i) خلال الفترة المالية (t) .

e : الخطأ العشوائي للنموذج .

ب. يعتمد هذا المقياس للرفع التشغيلي على مدى مرونـة العلاقـة بين المبيعات والأربـاح التشـغيلية أي درجة استجابة الأربـاح للتغير في المبيعات والمقدرة باستخدام تحليل السلاسل الزمنية للأربـاح التشـغيلية والمبيعات. وسيتم تقدير درجة استجابة الأرباح للتغير في المبيعات باستخدام نموذج الانحدار التالي:

$$EBIT = \alpha + \beta (S) + e$$

حيث:

EBIT: تمثل الارباح قبل الفوائد والضرائب للشركة (i) خلال السنة (t) .

α : تمثل ثابت المعادلة .

β : تمثل ميل خط الانحدار ويمثل درجة استجابة الأرباح للتغير في المبيعات .

S: تمثل المبيعات السنوية للشركة (i) خلال السنة (t) ، e هو الخطأ العشوائي للنموذج .

5. ويمكن قياسها حسب (تيم ، 2009،ص366) كالآتي :

حيث:

$$DOL = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-1}$$

Q: عدد الوحدات المباعة.

P : سعر الوحدة المباعة.

V : التكلفة المتغيرة للوحدة.

F: مجموع التكلفة الثابتة.

DOL : الرفع التشغيلي (Degree Of Operating Leverage) .

مزايا الرفع التشغيلي:

1. تتوقف مزايا الرافعة التشغيلية على طبيعة الأوضاع الإقتصادية للشركة وللسوق الذي تعمل فيه ، فإذا كانت الشركة بوضع تنافسي جيد، وتعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي يسمح للشركة بالتوسع، فإن ارتفاع درجة الرافعة التشغيلية ستكون مؤشراً جيداً لأنه تغير بسيط في المبيعات سينتج عنه زيادة كبيرة في مبيعاتها، مما يساعد في اتخاذ القرارات في المجال التشغيلي وفي الوصول إلى المزيج التكاليفي الأمثل .
2. بالإضافة إلى أن مفهوم درجة الرافعة التشغيلية له مضامين بسياسات تسعير السلعة في الشركة ،فقد تستطيع الشركة التي تتميز بدرجة رافعة تشغيلية مرتفعة وتواجه كساداً في مبيعاتها أن تخفض السعر قليلاً فتزيد من مبيعاتها وتستفيد من الزيادة الكبيرة في أرباح التشغيل الناتجة عن زيادة المبيعات (ناصر الدين ، 2011، ص 14).

مخاطر الرفع التشغيلي :

وتسمى مخاطر الرفع التشغيلي بمخاطر الأعمال (Business Risk) والتي تعني التغير المتوقع في دخل المؤسسة قبل الفوائد والضرائب نتيجة لطبيعة نشاطها وظروف السوق وحدة المنافسة والتكاليف، (ناصر الدين،2011، ص 15–16)، بمعنى أنها مخاطر تنشأ من عدم التأكد بشأن مستقبل الأرباح التشغيلية ومتطلبات رأس المال، وتعتمد مخاطر الأعمال على عدد من العوامل أهمها التباين في الطلب على المنتجات، والتقلب في أسعار المبيعات، وتكاليف المدخلات والمواد الأولية، أيضاً بطئ بعض الشركات في تقديم منتجات جديدة إلى السوق إذ تكون معرضة لمخاطر تشغيلية أكثر من غيرها من الشركات .(Ehrhardt , Brigham, 2011, p 604).

2. الرفع المالي Financial Leverage

الرافعة المالي تعني استخدام تكاليف تمويلية ثابتة من أجل تعظيم أثر التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة (EPS) وذلك بحسب (Gitman , Zutter, 2012, P 516)، إذ أن التكاليف التمويلية هنا هي عبارة عن الفوائد على الديون التي تدفعها الشركة، وتوزيعات أرباح الأسهم الممتازة ، التي يجب دفعها بغض النظر عن صافي الربح قبل الفوائد والضرائب المتوفرة لدى الشركة (حداد،2007، ص 279)، ويقصد بالرفع المالي أيضاً بأنه مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض أو الدين في تمويل عملياتها (أي تمويل ثابت التكلفة)، ويقصد بالدين أي القروض والسندات والذمم الدائنة وغيرها من أدوات الدين (نويران، 2007، ص17).

وذكر (القضاة، 2012، ص27) أن الرفع المالي هو اعتماد المؤسسة أو الشركة المالية على مؤسسات الأقراض المختلفة في سد احتياجاتها المالية، وفي هذه الحالة تكون التكاليف الثابتة للمنشأة هي الفوائد المدينة، أما في حال قيام الشركة في إصدار أسهم ممتازة لسد احتياجاتها التمويلية فإن التكاليف الثابتة هنا تكون الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة وذلك لأن الأسهم الممتازة تتميز بأرباح

مضمونة نسبياً، وتجدر الاشارة هنا إلى أن الرفع المالي هي عملية توليف بين أموال المالكين والدائنين وأن الشركات تستخدم التمويل عن طريق الإقراض لتوليد المزيد من الأرباح، وتستخدم المنشأة الإقراض لشراء المزيد من الأصول التشغيلية، لذا فمن الممكن أن تولد تدفقات نقدية أكثر من المتوقع وتزيد نسبة العائد على حقوق الملكية .

وتبين (نصيرات،2012، ص 14) بأن الرفع المالي هو اعتماد الشركة أو المنشأة على التمويل بواسطة الدين بدلاً من الملكية أو أنه استعمال للشركة للدين في هيكل التمويل بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين. تعتبر أدوات الدين ذات العوائد الثابتة والصادرة عن مؤسسات موثوق بها أقل خطراً من أدوات الملكية من وجهة نظر المستثمرين في الأوراق المالية ، والاستثمار في سندات الدين يعتبر أقل خطراً من الاستثمار في الأسهم العادية وذلك لأن سندات الدين تدفع دخلاً ثابتاً، ولها أولوية على أرباح الشركة وعلى قيمة الموجودات عند التصفية في حال افلاس الشركة.

وأشار (السبيعي،2012، ص 14-15) إلى أن هناك نوعين من الرفع؛ الرفع الجيد وهو الحالة التي يتحقق فيها عائد من أموال الاقتراض (الغير) أكبر من تكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الملكية، والرفع المالي المتوسط؛ يكون عندما يتحقق عائد من أموال الاقتراض (الغير) مساوياً لتكلفة الاقتراض، مما يترتب عليه عدم احداث أي تغير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الملكية كما هي دون تغير.

وتم تعريف الرفع المالي بحسب (معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال،2010، ص 136) على أنه تمويل الشركة بأموال مقترضة يتمثل في نسبة الدين إلى حقوق المساهمين في هيكل رأس مال الشركة، وتشمل ديون الشركة عادة مجموع مطلوباتها، أي ما عليها من ديون قصيرة الأجل وديون طويلة الأجل، أما حقوق المساهمين فيها فتشمل عادةً رأس المال المدفوع الأساسي والإضافي بالإضافة إلى الاحتياطيات والأرباح المحتجزة.

مزايا الرفع المالي:

بيّن (ناصر الدين،2011 ، ص 19) أن من أهم مميزات الرفع المالي؛ تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الإقتراض ومردود الإستثمار، أيضاً المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة، بالإضافة إلى عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة، والإستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل من الضريبة، وذكر(صافي، موسى، 2009، ص 160) أنه في أوقات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.

ومن هنا تتبين أهمية الرفع المالي كأحد أهم الأساليب المتاحة للشركة لتحسين أرباحها حيث أن المبرر الأساسي للشركة هو تعظيم القيمة السوقية للمساهمين وأصحاب المشروع عن طريق زيادة قيمة الأسهم بالسوق، ومن خلال ذلك يتبن أن المستثمرين ينظرون إلى أدوات الدين على أنها أقل خطراً من أدوات التمويل بالملكية، ذلك فإن معدل الفائدة على الدين يكون أقل من العائد المطلوب على الأسهم العادية (نصيرات، 2012، ص 16).

مخاطر الرفع المالي:

تسمى مخاطر الرفع المالي بالمخاطر المالية (Financial Risk) وتعني التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة في العائد المتبقي للملاك (حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، كالفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل الديون في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كليهما، فهي مخاطر مربوطة بالديون، والمنطق أنه كلما زاد حجم الديون في هيكل تمويل الموجودات زادت درجة المخاطرة، والأصل في هذه المخاطرة ليست الديون بحد ذاتها، إنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك الديون، وهذا يعني تعرض الشركة إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من التكلفة، وهذا بحد ذاته مخاطرة مالية (ناصر الدين،2012، ص 20) ويعرفها (Ehrhardt , Brigham,

2011, p 604) إذ هي مخاطر إضافية على المساهمين نتيجة لقرارات التمويل بالديون، وذكر (عقل، 1997، ص 369) أن من سلبيات الرفع المالي إحتمال التأخر في الوفاء وقد يؤدي ذلك إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الإقتراض، وذكر أيضاً أن الرفع المالي قد يؤدي إلى انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من كلفة الاقتراض.

ولكن ما يجب الانتباه إليه هو أنه إذا ما قامت الشركة بتمويل استثماراتها بالتركيز على الاقتراض فقط وأخذت نسبة الرفع المالي بالارتفاع فإن المخاطرة التمويلية (Financial Risk) للشركة ستزداد مما يدفع المستثمرين في الأسواق المالية إلى طلب عائد أكبر على أدوات دين الشركة التي أصبحت الآن أكثر خطراً والذي بدوره سينعكس على تكلفة الدين بالارتفاع (نصيرات ، 2012، ص 16) .

قياس درجة الرفع المالي – نسب المديونية أو الرفع Debt or Leverage Ratios :

ترتبط درجة الرافعة المالية بالهيكل التمويلي للشركات ، والتي تنتج من وجود فوائد ثابتة لدى الشركة وتقاس درجة الرافعة المالية ((Degree of Financial Leverage (DFL) كما يلي بحسب (القضاة، 2012، ص28):

$$DFL = \frac{\text{نسبة التغير في حصة السهم من الأرباح}}{\text{نسبة التغير في صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب}}$$

ولأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر والقدرة على السداد في الأجل الطويل فإن المحللين يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة :

1. إجمالي الديون / الموجودات (Total Debt to Total Assets) : تقيس هذه النسبة المقدار الذي ذهبت إليه المؤسسة في تمويل أصولها من أموال الديون، كما وتقدم معلومات عن قدرة الشركة لاستيعاب تراجع الأصول الناتج عن خسارة دون تعريض حقوق الدائنين للخطر وتحسب هذه النسبة بحسب (Ross, et al, 2003, P66) كما يلي :

$$\text{نسبة الدين} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ويترتب على انخفاض هذه النسبة انخفاض المخاطر التي يتعرض لها المالكون والمقرضون، لأن انخفاض النسبة يعني انخفاض عبء خدمة الدين، ويفضل الدائنون انخفاض هذه النسبة ، لأنها كلما انخفضت اتاحت هامش أمان أفضل لهم؛ في حين يفضل المالكون زيادة هذه النسبة لأن زيادتها قد تؤدي إلى تعظيم العائد لهم، كما قد تؤدي إلى استمرار سيطرتهم لاستغنائهم عن زيادة رأس المال بادخال شركاء جدد (عقل،1997، ص 238) ، وأشار (محمد، وآخرون، 2005، ص 55) أن هذه النسبة تظهر مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي وإتجاه هذه النسبة للإرتفاع يعني تزايد الإعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي إزدياد عبء الفوائد ، وفي هذه الحالة يجب أن تكون المنافع المتحققة أكثر من أعباء الفوائد، بالإضافة إلى ذلك فإن إرتفاع هذه النسبة بشكل يزيد عن 50% يتعبر مؤشر سلبي لأنه يفقد الشركة استقلالها المالي، وذكر (مطر، 2010، ص 60) أن هذه النسبة من أهم النسب المالية المستخدمة في تقييم كفاءة سياسات التمويل التي تتبعها إدارة الشركة كما أنها ذات دلالة هامة بالنسبة لمقرضين الشركة إذ تبين لهم هامش الأمان لديونهم عند تقييم مدى قدرتها على الوفاء بهذه الديون ، لذلك سيتم اعتماد هذه الطريقة لاحتساب الرفع المالي في هذه الدراسة . في حين أشار (عقل، 1995، ص374) إلى أن هناك طريقة أخرى لحساب درجة الرفع المالي على النحو التالي:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

حيث: (Degree of Finacial Leverage(DFL)) : درجة الرفع المالي.

((Earning befor intrest and tax (EBIT): الربح قبل الفائدة والضريبة.

(I) : فوائد الديون .

2.نسبة عدد مرات تغطية الفوائد (Time Interest Earned Ratio): وتسمى أحياناً (Interest Coverage Ratio) تستخدم هذه النسبة لقياس مدى قدرة الشركة على دفع ديونها من الفوائد، وكلما زادت هذه القيمة كان أفضل للشركة لأنه مؤشر على قدرة الشركة على الوفاء بإلتزاماتها (Gitman, Zutter, 2013, P 78). وتقاس كما يلي:

$$\text{Time Interest Earned Ratio} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{إجمالي الفوائد}}$$

وأشار (Brigham, Ehreart, 2011, P 96) أن هذه النسبة تقيس قدرة الشركة على دفع الفوائد من خلال الربح التشغيلي ، وتبين هذه النسبة أيضاً المدى الذي يمكن للربح التشغيلي أن ينخفض دون تأثير ذلك على قدرة الشركة على دفع الفوائد المترتبة خلال السنة، وقد تم استخدام الربح التشغيلي (EBIT) وليس صافي الربح بعد الضريبة لأن الفوائد من المصاريف التي يمكن اقتطاعها من الربح الخاضع للضريبة وهذا ما يعني أن امكانية الشركة على سداد الفوائد لا تتأثر بمقدار الضريبة .

3.نسبة الديون طويلة الأجل إلى الموجودات (Long-term debt to total Assets): إذ تتميز هذه النسبة باستبعاد الالتزامات المتداولة حيث يفضل المديرين استخدامها لمعرفة استطاعة الشركة السداد في الأجل الطويل وتحسب كالتالي: (الصبيحي، الحمدوني،2012، ص 154):

$$Long - term\ Debt\ To\ Total\ Assets = \frac{\text{إجمالي الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

4.نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية (Total Dept to equity Ratio) : وتقيس هذه النسبة مدى اعتماد الشركة على أموال الغير في تمويل أصولها مقارنة بأموال الملكية ، وارتفاع هذه النسبة يعني زيادة قدرة الشركة على الإعتماد على أموال الغير في تمويل أصولها مقارنة بأموال الملكية، إذ

أن زيادتها توحي بزيادة المخاطر التمويلية ومخاطر عدم امكانية الشركة على سداد التزاماتها طويلة الأجل (حداد، 2007، ص 80)، وتقاس كما يلي :

$$\text{Total Dept to equity} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

8.2 : العوائد Returns

العائد هو الأساس لقياس كفاءة أداء المؤسسة في استخدام موجوداتها وهي تعبر عن القوة الإيرادية للمؤسسة، (عقل، 1997،ص 73)، ومن المقاييس الشائعة في احتساب العائد: العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول (الأستثمار)، وحصة السهم من الأرباح، سيتم توضيح كل منها كالتالي:

1. **العائد على حقوق الملكية (ROE)**: تستخدم كتب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطي نفس المضمون مثل العائد على القيمة المضافة، أو العائد على أموال أصحاب المشروع وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استغلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها (عباس، 2008، ص 141)، وذكر (Brigham, Eheret, 2011, P 100) أن المساهمين يقدمون استثماراتهم وأموالهم للشركة متطلعين لتحقيق عائد مرتفع على استثماراتهم، ومن هنا يتبين لنا دور هذه النسبة بمدى تحقيق تطلعات المستثمرين ، وأشار (Gitman, Zutter, 2012, P82) أن هذه النسبة تقيس العائد على كل دينار مستثمر من حاملين الاسهم العادية وكلما كانت هذه النسبة عالية كانت أفضل للمساهمين ، وذكر(حداد، 2007، ص 86) أن هذا المقياس يأخذ بعين الإعتبار أثر النشاطات التشغيلية والتمويلية. وإذا لم يكن هناك ديون في الهيكل المالي للشركة فإن معدل العائد على حقوق الملكية يساوي معدل العائد على الأصول .

كذلك أشار (العامري ،2010، ص 50) أن العائد على حقوق الملكية؛ هو المقياس النهائي للربحية ويمثل مقياس الأداء الكلي للمنشأة، بما فيه التشغيلي والمالي وحظي هذا المؤشر باهتمام كبير

من قبل الادارة المالية لكونه يقيس مدى تحقيق الهدف الذي تسعى اليه ألا وهو معدل العائد على الأموال المستثمرة من قبل المالكين والذي يعد المعيار لتعظيم ثروتهم، وبحسب (Ross, et al, 2003, P70) تحسب كما يلي:

$$ROE = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

ويقسِّم (العامري ، 2010 ، ص 52) العائد على حقوق الملكية إلى عدة أقسام :

أ. **معدل العائد المتحقق على حق المكلية Realized Rate Of ROE** : يعد معدل العائد المتحقق على حق الملكية معياراً لتقييم الأداء الكلي للمنشأة لأنه يأخذ بعين الاعتبار النتائج التي تترتب على سياسة التمويل ويكشف عن أثر الهيكل المالي في الربحية . فالفرق بين العائد على حق الملكية والعائد على الاستثمار (على افتراض عدم وجود ضرائب) يعود إلى سياسة التمويل إذ لا يختلف ROE عن ROI إلا بمقدار الاعباء المالية الناجمة عن الرفع المالي فسياسة التمويل السليمة للإدارة المالية التي تحدد التركيب الأمثل للهيكل المالي تحقق أقل الكلف ، وهذا يترك أثراً إيجابياً في معدل العائد على حق الملكية الذي تعد زيادته تماماً هي بمثابة التعويض عن المخاطرة الإضافية الناجمة عن الرافعة المالية . وتحسب كما يلي:

$$ROE = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

ب. **معدل العائد المتوقع على حق المكلية Expected Rate Of ROE**: هو العائد الذي يتوقع المالكون الحصول عليه مقابل الاستثمار لأموالهم، ويهم الادارة المالية معرفة معدل العائد المطلوب على حق الملكية لغرض المفاضلة بين الهياكل المالية البديلة وتحديد الهيكل المالي الأمثل من بينها الذي يحقق أعلى فرق موجب بين العائد المتوقع على حق الملكية وبمعدل العائد المطلوب على حق الملكية.

يتأثر معدل العائد المتوقع على حق الملكية بالرفع المالي ويزداد كلما ازدادت في الهيكل المالي، وبنفس الوقت تؤدي زيادة الرفع إلى زيادة معدل العائد المطلوب على حق المكلية، وأن الرافعة المثلى (Optimal Leverage) هي التي تحقق أكبر زبادة أو فرق موجب في معدل العائد المتوقع عن معدل العائد المطلوب ، وهذه هي النتيجة التي يراد التوصل إليها عند المفاضلة بين الهياكل المالية، ويتم حساب المعدل العائد المتوقع على حق الملكية هي :

$$ROE = \alpha + B\ R_m$$

حيث أن :

α : هي معدل العائد المتوقع على حق الملكية عندما يكون معدل عائد المحفظة يساوي صفراً .

B : معدل التغير في معدل العائد المتوقع على حق الملكية عندما بتغير معدل عائد المحفظة بوحدة واحدة .

Rm: عائد السوق .

ج. معدل العائد المطلوب على حق الملكية Required Rate Of ROE : هو عبارة عن أدنى عائد يعوض به المالكين عن أموالهم الممتلكة المستثمرة في موجودات المنشأة مقابل تحملهم مستوى معيناً من المخاطرة، إذ أن معدل العائد المطلوب على حق الملكية يعتمد على مستوى المخاطرة المصاحبه له، فإن المخاطرة التي تحظى باهتمام الإدارة المالية بهذا الخصوص هي المخاطرة النظامية والتي بدورها تتكون من نوعين هما المخاطرة النظامية للأعمال والتي تقاس بمعامل بيتا βu والمخاطرة النظامية المالية والتي تقاس أيضاً بمعامل بيتا βf . ويحسب كما يلي:

$$R(ROE) = Rf + (ERm - Rf)\ Bl$$

حيث:

R(ROE) : معدل العائد المطلوب على حق الملكية:

Rf : معدل العائد الخالي من المخاطر:

ERm : عائد السوق :

Bl : بيتا التي تمثل قياس للمخاطر النظامية:

2. معدل العائد على الأصول (Return on Assets) وتسمى أيضاً Return On (Investment)

تعتبر هذه النسبة مؤشراً على نسبة القوة الإيرادية للأصول المستثمرة في الشركة، أو يمكن القول أنها تقيس مدى كفاءة الإدارة في استثمار الأموال التي تحصل عليها الشركة من كل مصادر التمويل الخارجية والداخلية لذا هي نسبة لقياس ربحية الشركة بشكل عام (مطر، 2010، ص 46). وأشار (آل شبيب ، 2007، ص 110) أن هذه النسبة تقيس ربحية المشروع إلى إجمالي الاستثمارات في المشروع التي وضعت على شكل أصول، وتقيس قدرة الإدارة على تحقيق العائد على الأموال المتاحة للمشروع مهما كان مصدرها، فتهدف هذه النسبة إلى بيان العلاقة بين الأرباح التي يحققها المشروع وبين الأموال المستثمرة فيه سواء أكانت هذه الأموال مقترضة أو مملوكة بشكل دائم أو مؤقت، وحتى نستخرج هذه النسبة يتطلب الأمر تعديل صافي الربح بمقدار الفوائد التي يدفعها المشروع عن الأموال المقترضة، لاستبعاد أثر الأنشطة التمويلية ، ولغرض احتساب هذه النسبة بدقة يمكن استخدام متوسط الأصول بدلاً من قيمة الأصل في نهاية المدة إذ أن الرقم في النهاية قد لا يعبر عن واقع حال الأصول التي ساهمت في تحقيق الربح طوال العام، ويمكن اعتماد هذا المؤشر للمقارنة بين كلفة الاقتراض والعائد على الاستثمار لغرض اتخاذ قرارات تحديد مصادر أموال للمشروع كما أنها تعكس كفاءة القرارات التشغيلية، ويتم احتساب هذه النسبة بحسب (Ross, et al ,2003, p 70) كما يلي:

$$ROA = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ومع أن هذه النسبة تستخدم بشكل كبير في تقييم الأداء المالي للمنشأة إلا أنها قد تؤدي إلى نتائج مضللة في التقييم، والسبب يعود إلى أن صافي الربح لا يتضمن الفوائد على القروض ، وهو العائد الذي يتم دفعه إلى المقرضين الذين قاموا بتمويل جزء من استثمارات المنشأة ، ويمكن التغلب على هذه المشكلة باستبدال صافي الربح التشغيلي وحساب نسبة جديدة هي معدل العائد التشغيلي على الأصول (Operating Income Return on Assets OIROA) (تيّم،2009، ص 50).

ويقسم (العامري ،2010، ص 47) العائد على الأصول (الاستثمار) إلى عدة أقسام:

أ. **معدل العائد المتحقق على الاستثمار (Realized Rate of ROI)** :هو أحد مؤشرات الربحية ومقياس الأداء التشغيلي للمنشأة .ويشير معدل العائد السنوي المتحقق على الاستثمار إلى معدل العائد الفعلي المتحقق عن النشاط التشغيلي للمنشأة ويحسب كما يلي :

$$ROA = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ب. **معدل العائد المتوقع على الاستثمار (Expected Rate of ROI)**: هو معدل العائد الدوري الذي يتوقع الحصول عليه من كل دينار مستثمر في موجودات المنشأة، وتهتم المنشأت به لأجل مقارنته مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فإذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب في السوق المالية فإن ذلك يعني أن القرارات المالية للمنشأة سليمة ونتائج نشاطها مربحة، ذلك لأن معدل العائد المتوقع بحد ذاته ليس له معنى إلا إذا كان هناك معدل مرجعي يقارن به يتمثل بمعدل العائد المطلوب وهناك ثلاث طرق لحساب معدل العائد المتوقع ، طريقة الوسط الحسابي والطريقة الاحتمالية (القيمة المتوقعة) والطريقة الاحصائية.

ج. **معدل العائد المطلوب على الاستثمار**: هو أدنى عائد يعوض به المستثمر مقابل تحمله المخاطر، ويعتمد هذا المعدل على درجة المخاطرة التي تصاحب ذلك العائد، والمخاطرة

المقصود بها هي المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنويع، ويستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لحساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار لأنه يأخذ المخاطر النظامية بعين الاعتبار. وعند مقارنته مع معدل العائد المتوقع على الاستثمار فإنه يمكن الكشف عن نتائج الأداء التشغيلي للمنشأة فعندما يكون المعدل المتوقع أكبر من المعدل المطلوب فإن ذلك يعبر عن إيجابية النشاط التشغيلي للمنشأة .

3. نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة (EPS):

وهو مقياس عام للكفاءة يعبر عن مقدار ما سيناله حامل السهم العادي من أرباح بعد اقتطاع نصيب الأسهم الممتازة من صافي الربح بعد الفوائد والضرائب. وتسعى الإدارة دوماً الى استعمالة كمؤشر ومعيار تقيس عليه الكثير من القرارات وخاصة فيما يتعلق بتمويل التوسع في المستقبل (حداد،2007،ص 89)، وتبذل الشركات جهدها لزيادته حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم (عباس ، 2008 ، ص 143) ويتم حسابها كما يلي:

$$EPS = \frac{\text{صافي ربح متا ح لحملة أسهم عادية}}{\text{عدد حاملين الأسهم العادية}}$$

وأشار (عقل، 1997، ص 244)، أن هذه النسبة هي إحدى مؤشرات الربحية، إذ تقيس كمية الأرباح التي تخص كل سهم من أسهم الشركة وهي من أكثر مؤشرات الأداء استعمالاً لقياس كفاءة الأداء المالي للشركات، وهي تلعب دوراً هاماً في التحليل الاستثماري، كما تعتبر هذه النسبة ضرورية للتنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها، ومعدلات النمو المتوقع تحقيقها، ومعرفة القيمة المستقبلية للأسهم وتساعد على وضع السياسات الخاصة بالأرباح حيث تحدد إدارة الشركة هدفها بتحديد عائد معين للسهم .

ويؤخذ عى هذا المؤشر غموضه كمقياس للأداء، بسبب الاحتفاظ بجزء من الأرباح لأسباب مختلفة وهذا يرجع إلى سياسات توزيع الأرباح المختلفة بين شركة وأخرى ، في حين ذكر (مطر، 2010، ص

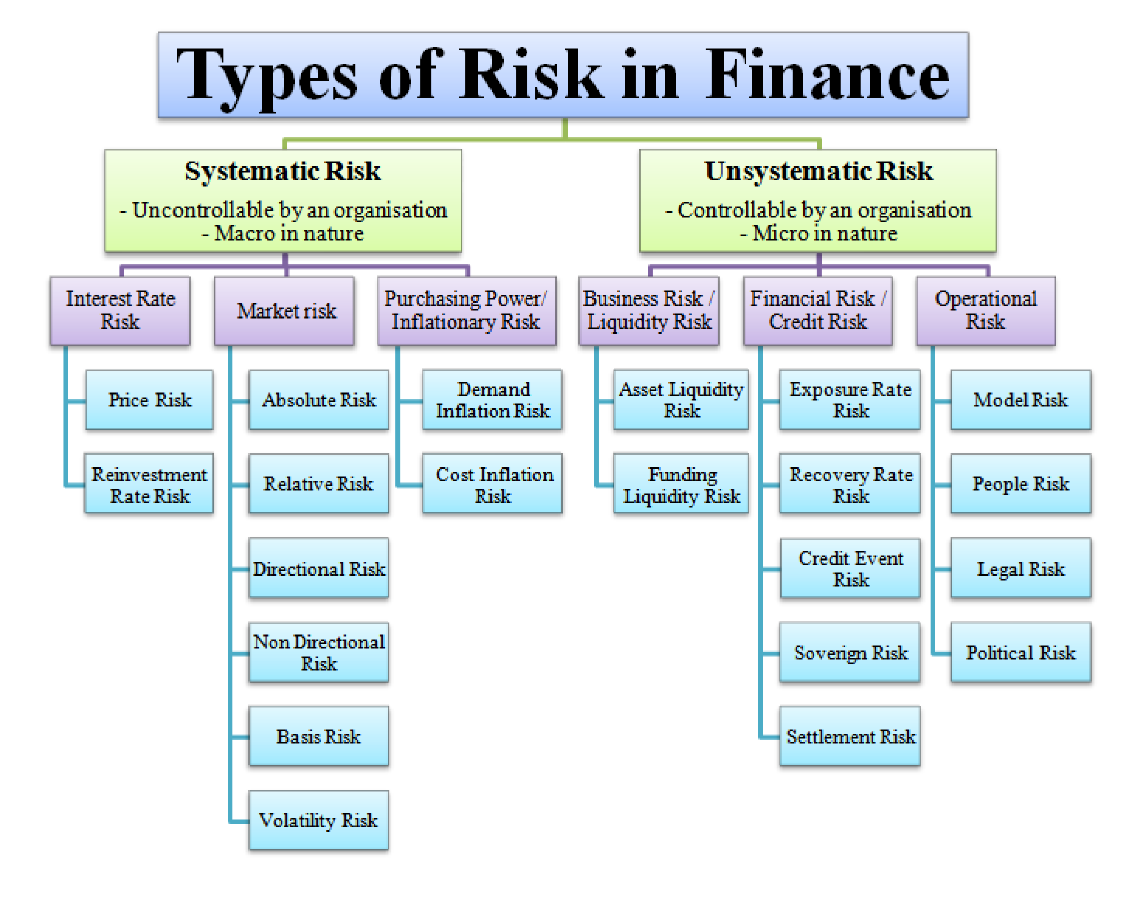
41) إلى أن المعادلة أعلاه تستخدم في تحديد ما يسمى بعائد السهم الأساسي (Primary EPS) وذلك عندما يكون هيكل رأس المال بسيطاً (Simple) أي عندما لا تتواجد فيه إصدارات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية كالأسهم الممتازة والسندات ، أما إذا كان كان هيكل رأس المال مركباً (Complex) أي تتواجد فيه إصدارات كالأسهم الممتازة والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية فعندئذ يتطلب الأمر احتساب ما يعرف بعائد السهم المخفض (Fully Diluted EPS) وذلك من خلال معادلة تأخذ في الحسبان احتمال تحويل تلك الإصدارات إلى أسهم عادية ، وأشارت (يوسف، 2008،ص 21) أن من العوامل المؤثرة في حصة السهم من الأرباح (EPS) هي: التضخم، وسعر الفائدة، وعجز أو فائض ميزان المدفوعات، والعجز في الموازنة العامة، والناتج المحلي الإجمالي بإعتبارهم من العوامل الخارجية للشركة، وعدد العاملين في الشركة، ورأس المال بإعتبارهم من العوامل الداخلية للشركة.

9.2 العوائد والرفع المالي Returns & Financial Leverage

إن التأثير ما بين العائد على أموال الملكية والرفع المالي في هيكل مالي الشركة يتبين أنه كلما إزداد الرفع المالي يزيد العائد على حقوق الملكية والعائد على السهم لذلك أحياناً يقود الرفع المالي إلى التذبذب في العائد لكل سهم والعائد على حقوق الملكية عند كل درجة من تذبذب المبيعات (Brigham, Weston, 1993, P 530) ، أيضاً وبحسب (Ross, et al, 2002, P570) أن حصة السهم من الأرباح والعائد على حقوق المساهمين تزيد أو تنقص وذلك بحسب الهيكل التمويلي للشركة، وأشار (الصبيحي، الحمدوني، 2012، ص 159) أنه عندما تقترض الشركة بمعدل ثابت لتمويل عملياتها واستثماراتها فإنها بذلك تحقق عائد على الإستثمار يزيد عن تكلفة الديون وذلك يؤدي إلى تعظيم العائد على المساهمين، وذلك يعتبر من إيجابيات الرفع المالي، أما إن لم تستطع الشركة الوصول إلى عائد يزيد عن تكلفة التمويل للديون من استثماراتها عندئذ يصبح الرفع المالي عبئاً وسلباً على سير عمليات الشركة. وذكر (مطر، 2010، ص 218) أن هناك أثر للرفع التشغيلي على العائد والمخاطرة ، إذ إن أي تغيراً بالزيادة أو نقصاً بالمبيعات سيترتب عليه تغيراً موازياً وبنفس الإتجاه في قيمة الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)، ويعتبر أيضاً الرفع التشغيلي مؤشر رئيسياً لما يعرف بمخاطر الأعمال (Business Risk) كما ذكر سابقاً، كذلك بيّن (Bodie, Marcus, 2001, P613) أنه يوجد أثر للرفع المالي على العائد والمخاطرة إذ يكون أثر الرفع المالي على العائد على الملكية إيجابياً إذا نجحت إدارة المنشأة في استثمار الأموال المقترضة من الخارج بمعدل عائد يزيد عن الفائدة المدفوعة عليها .

10.2 مفهوم المخاطرة Risk

عرّف (Bernstein, 1993) المخاطر بحسب (أبو فرحة ، 2001، ص 6) على أنها مرتبطة بعدم التأكد المحيط لنتائج أحداث مستقبلية، وأشار(العامري،2010، ص 35) إلى المخاطر على أنها احتمال تقلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات، كما هي الابتعاد لقيم المتغير عن وسطه الحسابي ويمكن تعريفها أيضاً على أنها درجة اللاتأكد في قابلية المنشأة على تغطية إلتزاماتها التشغيلية والمالية، فزيادة اعتماد المنشأة على الاقتراض لتمويل موجوداتها تؤدي إلى زيادة العائد المتوقع، إلا أن ذلك يضاعف بنفس الوقت من مخاطر المنشأة المتمثلة في عدم قدرتها على الوفاء بإلتزاماتها المالية المتمثلة بفوائد القروض. كذلك المخاطرة هي احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع أو هو درجة التغير في العائد مقارنة بالمردود المتوقع الحصول عليه نتيجة لتأثير عناصر متعددة تساهم في الابتعاد عن تحقيق قيمة التدفقات ، وتكون العلاقة بين العائد والمخاطر هي علاقة طردية إذ كلما كان التغير في العائد أكبر كان الخطر أعلى بحسب (آل شبيب، 2007، ص 160). أما بالنسبة لتصنيف المخاطرة ، فإنه من المناسب أن يؤخذ بالتصنيف الذي ينسجم مع نظرية المحفظة حيث تصنف إلى ثلاث أنواع : مخاطر نظامية (Systematic Risk) والمخاطر اللانظامية (Unsystematic Risk) والمخاطر الكلية (Total Risk)، وقد استمد هذا التصنيف من نموذج (CAPM) فلأغراض حساب كلفة التمويل والعائد المطلوب، تقسم المخاطر إلى نظامية ولا نظامية وكلية بحسب (Ross, et al,2003, P 430) و (القضاة، 2012، ص31). سيتم توضيح أنواع المخاطر كما يلي:



الشكل رقم (2) : أنواع المخاطر

المصدر http://kalyan-city.blogspot.com

1.المخاطر النظامية (Systematic Risk) أو عدم التنويع (Non-Diversifiable Risk) :

يعرف المهتمين بالدراسات المالية من أن المخاطر النظامية أو المخاطر العامة أو السوقية من أنها تصيب كل الموجودات الحادثة بالسوق، بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل (Ross,et al, 2003, p425)، مثل العوامل الاقتصادية أو اجتماعية أو سياسية وحتى تربوية، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على شركة معينة أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها، مثل حالات التضخم أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة أو الحروب وغيرها من العوامل التي لا يمكن التقليل منها عن طريق التنويع في الاستثمار(Brigham, Ehrhardt

، 2011، ص 238)، ولذلك هذا النوع من المخاطر إنما يساهم وبشكل أساسي في تباين العائد المتوقع، فجميع الاستثمارات في السوق تتأثر بهذه الأحداث وبنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة ومتباينة وتختلف بين استثمار وآخر وبين قطاع وآخر وعادةً ما تكون درجة المخاطرة النظامية مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الحديد والآلات الثقيلة وكذلك شركات الأعمال التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران(الزبيدي،2004، ص535)، وأشار (القضاة، 2012،ص33) و(العامري، 2010، ص 37) أن المخاطر النظامية تسمى أيضاً مخاطر البيئة العامة (General Economic Environment)، فعندما تكون البيئة الاقتصادية العامة مستقرة نسبياً تكون المخاطر النظامية أيضاً مستقرة والعكس صحيح، وتقسم المخاطر النظامية إلى عدة أقسام:

أ. **القوة الشرائية للنقود ومخاطر التضخم (Purchasing Power /Inflationary Risk)** :

تتأثر الأدوات الاستثمارية المتعددة بخطر الانخفاض في القدرة الشرائية للنقود وذلك بسبب ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد وأكثر الأدوات الاستثمارية تأثراً بهذه المخاطر هي الأدوات التي تتمتع بمعدلات فائدة ثابتة مثل الوديعة الثابتة في البنك أو حسابات التوفير أو الاستثمار في السندات (آل شبيب، 2007، ص 163)، حيث يؤثر هذا التضخم على التسعير وتكلفة الأموال وتكلفة العمل، ويتفاوت تأثير التضخم على المنظمات فهناك الكثير من المتضررين وهناك بعض المستفيدين من التضخم وتأثر درجة الخطر بالتضخم (عبدالرحيم، 2008، 175) .

ب. **مخاطر السوق (Market Risk)** : وهي مخاطر لها علاقة بالأحداث التي تؤثر على كل الأدوات الإستثمارية الموجودة في السوق وتكون هذه الأحداث غير متوقعة وأحياناً مفاجئة، وعادةً تنشأ نتيجة للإتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على السوق المالي لأسباب اقتصادية، وسياسية، واجتماعية في بلد ما أو في البلدان التي ترتبط مع بعضها بعلاقات اقتصادية تبادلية بنسبة كبيرة من قيمة تعاملاتها الخارجية، على سبيل المثال التحولات الاقتصادية والسياسية في

أوروبا الشرقية التي أثرت كثيراً على أسواق هذه البلدان الأخرى مثل روسيا، إذ إن هذا النوع من الخطـر لا يمكـن السـيطرة عليـه مـن قبـل الشـركة (آل شـبيب، 2007، ص 163) ، وذكـر (Brigham, 2011, p365) أن مخـاطر السـوق مـن أهـم أنـواع المخـاطر نتيجـة أثرهـا المباشـر على سعر سهم الشركة وهي الأكثر صعوبة من حيث التقدير.

ج. **مخاطر معدل الفائدة (Intrest Rate Risk):** وهي تلك المخاطر التي تعبر عن حساسية التغير في قيمة الموجودات للتغير الذي يحصل في معدلات الفائدة في السوق، حيث أن معدلات الفائدة تعين المعدل الذي يجب استخدامه عند خصم القيمة المستقبلية لمعرفة القيمة الحالية، وإن القيمة لأي إستثمار كان يعتمد وبشكل أساسي على المعدل المستخدم لخصم تدفقاته النقدية الآنية، فعندما يتغير معدل الخصم فإن قيمة الاستثمار ستتغير (النعيمي وآخرون،2007، ص 145).

قياس المخاطر النظامية: يكون من خلال معامل بيتا الذي سيتم توضيحه كما يلي :

معامل بيتا (Beta Coefficient): معامل بيتا هو القياس الإحصائي للمخاطر النظامية هو جوهر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM – Capital Assets Pricing Model)، لذلك فإن المخاطرة التي تحتسب في ال (CAPM) هي ليست المخاطر الكلية (Total Risk)، ولا المخاطر اللانظامية (Unsystematic Risk) بل هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي لا يمكن التقليل منه بالتنويع والمتمثل بالمخاطر النظامية، أي التي تكون نتيجة التقلبات في الظروف الاقتصادية العامة والتي تشترك فيها جميع المنشآت العاملة في الاقتصاد الوطني (Brigham, Ehrhardt ، 2011، ص 239) .
وعندما تكون المنشأة غير مستخدمة للرفع المالي (Un levered Firm) فإنها تتعرض إلى مخاطر نظامية تعادل المخاطر النظامية للأعمال فقط ،أما بالنسبة للمنشات التي تستخدم الرفع المالي (Levered Firm) فإنها تتحمل قدر إضافي من الأعباء وهي الأعباء المالية، ولهذا فإنها تتحمل قدراً إضافياً من التقلب في عوائدها نتيجة استخدام الرافعة المالية في تمويل جزء من موجوداتها، قياساً بمنشأت أخرى مماثلة لا تستخدم الرافعة ، وإنما يتكون هيكلها المالي من حقوق الملكية فقط، والسبب في ذلك إلى أن المنشأة الأولى تتكبد كلفة

إضافية هي فوائد القروض (العامري، 2010، ص 29)، ويمكن قياسها من خلال عدة معادلات حسابية ، وتحسب بيتا بحسب (Brigham, Ehrhardt ، 2011، ص 239) على النحو التالي :

$$b_i = \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_M}\right)\rho_{iM}$$

حيث :

σi : الإنحراف المعياري لعائد السهم .

σm : هي الانحراف المعياري لعائد السوق أو ما يعرف بمؤشر السوق.

ρim : هي معامل الإرتباط بين عائد السهم ، وعائد (مؤشر) السوق .

bi : بيتا،هي مقياس يستخدم في احتساب المخاطر النظامية التي لا نستطيع الحد منها من خلال التنويع.

وتحتسب بيتا أيضاً بحسب (Bodie, et al , 2001, P265) على النحو التالي:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

حيث :

Cov(ri , rm) : هي الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

σm : هي الانحراف المعياري لعائد السوق .

وتحسب بيتا أيضاً بحسب (حداد، 2007، ص 158) وهذا ما تم استخدامه في هذه الدراسة على النحو التالي :

$$\beta = \frac{\text{نسبة التغير في عائد السهم}}{\text{نسبة التغير في عائد السوق}}$$

وأشار (Ross, et al, 2003,p 431) أن متوسط قيمة بيتا لأغلب الأصول تتراوح ما بين 0.50 أو 1.00 أو 2.00 كأعلى تقدير . وبحسب (المحفظة الوطنية للأوراق المالية، 2009،ص 5) فإن بيتا (Beta) تعتبر من أكثر المؤشرات أهمية التي يعتمد عليها المدراء لاتخاذ القرار الاستثماري وذلك بحسب نوعية المستثمر، وتعبر بيتا عن مقدار تذبذب سهم أي شركة أو محفظة مع تذبذب السوق ككل (المؤشر)، أي أنها تقيس التذبذب الذي بدوره يعبر عن المخاطرة، بمعنى أن بيتا تقيس مدى استجابة سهم لأي شركة عند زيادة أو نقصان المؤشر، فإذا كانت بيتا السهم تساوي واحد فإن ذلك يدل على أن سهم الشركة سيتجه مع اتجاه السوق إما بالارتفاع أو بالانخفاض، وإذا كانت بيتا السهم تساوي 1.2 فيعني ذلك بان تذبذب السهم أكثر من تذبذب السوق(المؤشر) بمقدا% 20 ، أما إذا كانت تساوي 0.8 فان تذبذب السهم اقل من تذبذب السوق(المؤشر) بمقدا% 20 ، وبما أن التذبذب يقيس خطورة السهم فان بيتا السهم التي تساوي 1.2 أكثر خطورة من السهم الذي تساوي بيتا له 0.8 .

3. **المخاطر اللانظامية (Unsystematic Risk) أو التنويع (Diversifiable Risk):** وهو الجزء من المخاطر الذي يمكن التخلص منه من خلال التنويع في الاستثمار، إذ تنتج هذه المخاطر عن أحداث تحصل في داخل الشركة مثل إضراب العمال عن العمل أو خلل في أحد أقسام الهيكل التنظيمي في الشركة كفشل أحد البرامج التسويقية، وحصول أحداث سيئة في شركة ما وذلك بحسب (Brigham, Enhert, 2011, p 238)، وأشار (Bodie, 2001,p 208) إلى أنه يمكن تسميتها أيضاً بالمخاطر الفريدة (Unique Risk)، وبحسب (Ross, et al, p426) فإنها تسمى أيضاً

مخاطر خاصة لأصل معين (Assets Specific Risk)، وذكر (عبدالرحيم،2007،ص174) أنه تنشأ هذه المخاطر من الاستثمار ذاته أو من المنظمة صاحبة الاستثمار، فقد تتخذ بعض الاجراءات غير المرغوب فيها مما يؤثر على زيادة تقلبات العائد على الاستثمار وفي هذه الحالة فإن السوق لا دخل له فيما يحدث من تقلبات في العائد نتيجة الخطأ مقصود أو غير مقصود من جانب إدارة الائتمان، ويمكن العمل على تلافيه وتجنبه. وذكر (عباس،2008، ص158) أن هذه المخاطر لا تعتبر بحد ذاتها مشكلة كبيرة للمستثمر لأنه سيعمل على التقليل منها من خلال الاستثمارات العديدة في المشاريع المختلفة التي يكون معامل الارتباط بين كل منها متباعداً، فكلما كان معامل الارتباط بين عدة مشاريع سالباً كلما كان ذلك أفضل، وتفسير ذلك هو أن الظروف التي تؤدي إلى خسارة مشروع، قد تكون مؤاتية لتحقيق الأرباح في مشروع آخر. وتنقسم إلى :

أ. **مخاطر الأعمال/ مخاطر السيولة (Business Risk / Liquidity Risk)** : تترافق هذه المخاطر مع التدفقات النقدية التشغيلية، وهذه التدفقات غير مؤكدة بسبب أن كل من الايرادات والمصاريف المقابلة للتدفقات النقدية غير مؤكدة. وفيما يتعلق بالإيرادات، فإنها تعتمد على الظروف الاقتصادية، وتصرفات المنافسين، وأسعار المبيعات وكمياتها أو كلاهما قد لا تكون متوافقة مع ما تم توقعه ويطلق عليها مخاطر المبيعات (آل شبيب،2007،ص 136). وهي مخاطر أساسها الارتباط بالسوق الذي تعمل فيه المنظمة وقد تتعلق بالمستوى التكنولوجي والمنافسة وإمكانيات المنظمة وقوة نظامها الداخلي ودرجة قوتها في خفض التكاليف وبالأخص التكلفة الثابتة والمتغيرة ولاشك أن هذا ينعكس على مستوى المبيعات وبالتالي مستوى الإيرادات وبالتالي وضع الشركة السوقي (عبدالرحيم،2008،ص 175)، وأشار(العامري، 2010، ص 39) بأن مخاطر الأعمال هي نفسها المخاطر التشغيلية للشركة التي تشير إلى التذبذب في عوائدها التشغيلية الناجمة عن العوامل التشغيلية الخاصة بكل شركة والتي يمكن التحكم بها .

ب. **مخاطر مالية أو مخاطر الإئتمان (Financial Risk/Credit Risk)** : وهي المخاطر التي ترتبط بحجم التمويل الخارجي أو الإقتراض أو الديون. وكلها تشكل عناصر التكاليف الثابتة لعملية التمويل وإن كانت تمثل أولويةعلى التدفقات النقدية في المقام الأول قبل توزيع الأرباح للملاك، ومما يؤكد على أنه كلما زادت التكاليف التمويلية كلما زادت درجة الخطر (عبد الرحيم، 2008، ص176)، وذكر (العامري، 2010، ص 40) و(القضاة، 2012، ص 35) أن المخاطر المالية اللانظامية تشير إلى المخاطر التي تتحملها الشركة نتيجة استخدام الرفع المالي، إذ أن الشركة التي تعتمد في تمويلها على الملكية فقط تتعرض للمخاطر اللانظامية التشغيلية فقط، أما إذا قامت الشركة بالإقتراض لتمويل عملياتها فإنها تضيف للمخاطر التشغيلية اللانظامية المخاطر المالية اللانظامية، إذ تعبر المخاطر المالية اللانظامية عن عدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها المالية التي يتناسب بشكل طردي مع الرفع المالي وبالنهاية زيادة المخاطر اللانظامية للشركة .

ج. **المخاطر التشغيلية (Operational Risk)**: وهي تلك المخاطر الناجمة عن ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدلاتها المتوقعة، ويؤثر ذلك التغير على صافي الدخل وقيمة المشروع، والمخاطر التشغيلية قد تكون ناجمة عن طبيعة القطاع والطلب على المنتجات أو الخدمات والتطور التكنولوجي ومستويات الأسعار والتكاليف (آل شبيب،2007،ص 164) .

الفصل الثالث

منـهجيـة الدراسة

1.3 : المقدمة Introduction

2.3 : منـهج الدراسة Study Methodology

3.3 : مجتمع وعينـة الدراسة Population and Sample of the study

4.3 :أساليب جمع البيانات ومصادر الدراسة Data Collection and Source of the study

5.3 : أساليب التحليل الاحصائي Analysis Statistical Approach

6.3 : اجراءات وأداة الدراسة Study Procedures

7.3 : حدود الدراسة Study Boundaries

8.3 : محددات الدراسة Study Limitation

1.3 : المقدمة Introduction

يتضمن هذا الفصل الحديث عن مجتمع الدراسة والعينة، ومصادر الدراسة، وإجراءات وأداة الدراسة، بما في ذلك الطرق التي تم استخدامها في جمع البيانات والمعلومات، وتصميم الدراسة، والأساليب الاحصائية التي تم استخدامها في معالجة وتحليل البيانات واستخراج النتائج.

2.3 : منهج الدراسة Study Methodology

اعتمدت هذه الدراسة على منهجية البحث الوصفي التحليلي الملائم لأغراض البحث، وتم الاطلاع على أدبيات الدراسات النظرية والميدانية، ونظراً لطبيعة بيانات الدراسة، إذ قامت الباحثة بإجراء التحليل الاحصائي والمالي اللازم للمتغيرات من خلال البيانات المالية للشركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة، وتم ايجاد تأثير المتغيرات المستقلة على التابعة من خلال الأساليب الإحصائية المختلفة كاسلوب الانحدار البسيط من خلال استخدام البرنامج المتخصص في الإقتصاد القياسي (E-views)، للخروج بأهم النتائج والتوصيات.

3.3 : مجتمع وعينة الدراسة Population and Sample of the study

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية، إذ بلغ عدد الشركة الصناعية المدرجة في بورصة عمان (73) في نهاية عام 2013، ولاختيار عينة الدراسة تم استبعاد الشركات التي يوجد نقص في بياناتها المالية خلال الفترة ما بين عام 2000 إلى 2011، وعدد الشركات المتوفرة بياناتها بالكامل لفترة الدراسة هي (55) شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمّان وهي التي تم اعتمادها في هذه الدراسة. وقد تم اختيار القطاع الصناعي كونه من أهم القطاعات المكونة للإقتصاد الأردني ولما له أهمية في دفع عجلة النمو الإقتصادي، إذ يساهم

بربع الناتج المحلي الإجمالي بشكل مباشر بالإضافة إلى إرتباطه بأغلب القطاعات الإقتصادية الأخرى، (غرفة صناعة الأردن،http://www.jci.org.jo/jci/ar/tabid/89)، لذلك تعتبر عينة الدراسة عينة قصدية تمثلت في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها (55) شركة للفترة 2000-2011، وتمثل العينة ما نسبته 75% من مجتمع الدراسة، ويبين الجدول رقم (20) في الملاحق.

4.3 : أساليب جمع البيانات ومصادر الدراسة Data Collection and Source of the study

اعتمدت الباحثة على المصادر الثانوية في جمع البيانات، وتم استخدام الأدوات الآتية للحصول على البيانات وهي:

1. التقارير والنشرات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2011).
2. التقارير السنوية، والنشرات الاحصائية الشهرية لدائرة الأبحاث الصادرة عن البنك المركزي الأردني للفترة (2000-2001).
3. التقارير السنوية الصادرة من الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة .
4. تم الرجوع إلى الكتب والرسائل الجامعية والأبحاث المنشورة في المجلات العلمية المحكمة من الجامعات المختلفة وعبر الإنترنت لمعرفة كل ما هو جديد حول موضوع الدراسة، ولتغطية الإطار النظري للدراسة.

5.3 : أساليب التحليل الإحصائي Analysis Statistical Approach

1. تم استخدام العديد من الطرق الاحصائية من خلال البرنامج الاحصائي (Econometric Views- Eviews)، وهو عبارة عن برنامج متقدم بالتحليل القياسي وبناء وتقدير النماذج الاقتصادية، إذ يقوم هذا البرنامج على دمج النظرية الاقتصادية والرياضيات والاحصاء في نموذج متكامل بهدف اختبار الفرضيات حول ظاهرة اقتصادية أو مالية معينة ، إضافة إلى تحليل البيانات المقطعية (Panel Data Analysis).
2. تم استخدام المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للتحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.
3. لاختبار فرضيات الدراسة تم اجراء تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى للبيانات المتجمعة (تحليل بيانات السلاسل الزمنية Panel Data Analysis) الذي يضم كل من خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية من خلال نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) الذي يبين أن عامل الزمن بين الشركات ثابت بمعنى أن لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، أو نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) الذي يبين أن ليس هناك اي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة بمعنى أن تأثير الزمن عشوائي ليس ثابت، وذلك من خلال استخدام اختبار هوسمان(Husman) للمفاضلة بين النموذج الثابت والنموذج العشوائي وتحديد الاسلوب المناسب لتحليل البيانات، وذلك من خلال قيمة مربع كاي ((chi-square(k) مما يجعل من السهل التعرف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات المالية من خلال تحليلها وصفياً وقياسياً استتناداً إلى النسب المالية والاقتصادية من أجل الوصول إلى نتائج أكثر دقة وذلك لإختبار الفرضيات ونماذج الانحدار.

6.3 : إجراءات وأداة الدراسة Study Procedures

قامت الباحثة بحساب المتغيرات الواردة في نموذج الدراسة وذلك للوصول إلى النتائج المرجوة في هذا البحث على النحو التالي :

1. تـم حسـاب الرفـع المـالي(Financial Leverage (FL)) علـى النحـو التـالي (Gitman,2013,P77) و (نوفـل، وآخـرون, 2012, ص 227) و (Achchuthan, Jasinthan, 2012, P121) ودراسة (AlQudah, Laham, 2013 , P 139):

$$Fl = \frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

2. تم حساب الرفع التشغيلي ((Operating Leverage (OL) على النحو التالي، (نوفل، وآخـــرون, 2012, ص 230) ، أيضـــاً بحســـب دراســـة (أبـــو فرحـــة، 2001، ص 29) و(الخلايلة،2000،ص 100) :

$$Ol = \frac{\text{إجمالي الاصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

3. تم الحصول على حصة السهم إلى الأرباح (EPS)، والعائد على الأصول(ROA)، والعائد على حقوق الملكيـة (ROE)، مـن بورصـة عمـان لـلأوراق الماليـة لجميـع الشـركات ولجميـع السـنوات جاهزة ، لكن قامت الباحثة بإعداد البيانات لأغراض التحليل وذلك من خلال احتساب العوائد من خلال المعادلات التالية:

أ.العائد على الأصول ((Return On Assets (ROA) وتم حسابها على النحو التالي بحسب (Gitman, Zutter, 2012, P 81):

$$ROA = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة الأسهم العادية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ب . العائد على الملكية ((Return On Equity (ROE ، وتم حسابه على النحو التالي بحسب (عباس، 2008، ص 141):

$$ROE = \frac{\text{صافي ربح متا ح لحملة الأسهم العادية}}{\text{صافي حقوق المساهمين}}$$

ج . حصة السهم من الأرباح أو ما يسمى بالعائد على السهم ((Earing Per Shere (EPS وتم حسابه على النحو التالي بحسب (مطر ، 2010، ص 68):

$$EPS = \frac{\text{صافي ربح متا ح لحملة أسهم عادية}}{\text{عدد حاملين الأسهم العادية}}$$

4. تم حساب المخاطر النظامية من خلال معامل بيتا β على النحو التالي ، بحسب (حداد، 2007، ص 158) على النحو التالي:

$$\beta = \frac{\text{نسبة التغير في عائد السهم}}{\text{نسبة التغير في عائد السوق}}$$

5. تم حساب عائد السوق(Market Return or Market Indices) بحسب موقع بورصة عمان من خلال ثلاث مؤشرات (http://www.ase.com.jo/ar/node/822) :

أ. الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية(Weighted Price Index)

ب. الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح (UnWeighted Price Index)

ج. الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (Free Float Index) : اعتمدت الباحثة المؤشر الثالث في احتساب عائد السوق في هذه الدراسة، لكل القطاعات (الصناعي ، والمالي، والخدمي)

لمدة 12 سنة متتالية أي من 2000 – 2011 التي تمثل فترة الدراسة ،كما في الجدول رقم (2)، وذلك كون هذا الرقم يتمتع بمميزات كثيرة منها إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنويع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته، كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999. ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، على النحو التالي :

الجدول رقم (1): مؤشر السوق المرجح بالأسهم الحرة (Free Float Index).

Years	General Index , Free Float Index
2000	813.3
2001	1060.6
2002	1090.9
2003	1761.5
2004	2729.1
2005	4259.7
2006	3013.7
2007	3675.0
2008	2758.4
2009	2533.5
2010	2373.6
2011	1995.1

المصدر : بورصة عمان للأوراق المالية http://www.ase.com.jo/en/free-float-index

7.3 : نموذج الدراسة Study Model

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Linear Regression Simple Model)، من خلال

المعادلات التالية الرئيسية لاختبار الفرضيات :

Model 1 : $ROE = \alpha_{1} + \beta_{11} FL + \beta_{12} OL + Ui$.
Model 2 : $ROA = \alpha_{2} + \beta_{21} FL + \beta_{22} OL + Ui$.
Model 3 : $EPS = \alpha_{3} + \beta_{31} FL + \beta_{32} OL + Ui$.
Model 4 : $Risk = \alpha_{4} + \beta_{41} FL + \beta_{42} OL + Ui$.

حيث:

ROE : العائد على حقوق الملكية (متغير تابع).

ROA : العائد على الأصول (متغير تابع).

EPS : حصة السهم من الأرباح (متغير تابع).

Risk : المخاطرة (متغير تابع).

FL : الرفع المالي (متغير مستقل).

OL : الرفع التشغيلي (متغير مستقل).

α : المعلمة التقاطعية(الحد الثابت)

β : ميل خط الانحدار.

Ui: الخطأ العشوائي.

8.3 : حدود الدراسةStudy Boundaries

1. الحدود المكانية : تتمثل بالقطاع الصناعي وهي الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التي تتوفر بيانات مالية لها وعددها (55) شركة صناعية مساهمة عامة.
2. الحدود الزمنية : كانت مدة الدراسة من 01.07.2013 إلى 10.04.2014.

9.3 : محددات الدراسة Study Limitation

1. عدم توفر بيانات مالية للشركات الصناعية جميعها لعام 2012.
2. وجود نقص في البيانات المالية في القطاع الصناعي ((73) شركة صناعية مساهمة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية) مما قلل من عدد الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2000-2011) لتصبح (55) شركة صناعية.

الفصل الرابع
نتائج الدراسة

1.4: مقدمة Introduction

2.4: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة Descriptive Statistics of the study variable

3.4: التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة Normality test of data

4.4: اختبار الفرضيات Testing Hypotheses

5.4 : قبول الفرضيات ورفضها Summury Of Resutls Accepted and rejected

6.4 الإستنتاجات Conclusions

7.4 التوصياتRecommendations

1.4 : المقدمة Introduction

تناول هذا الفصل التحليل الاحصائي والمالي لمتغيرات الدراسة، واختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات، والقيم الاحصائية لقيمة كاي تربيع (chi-square(k)) ، وتحليل نتائج هيوسمان لاختبار فرضيات .

2.4 : التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة Descriptive Statistics of the study variables

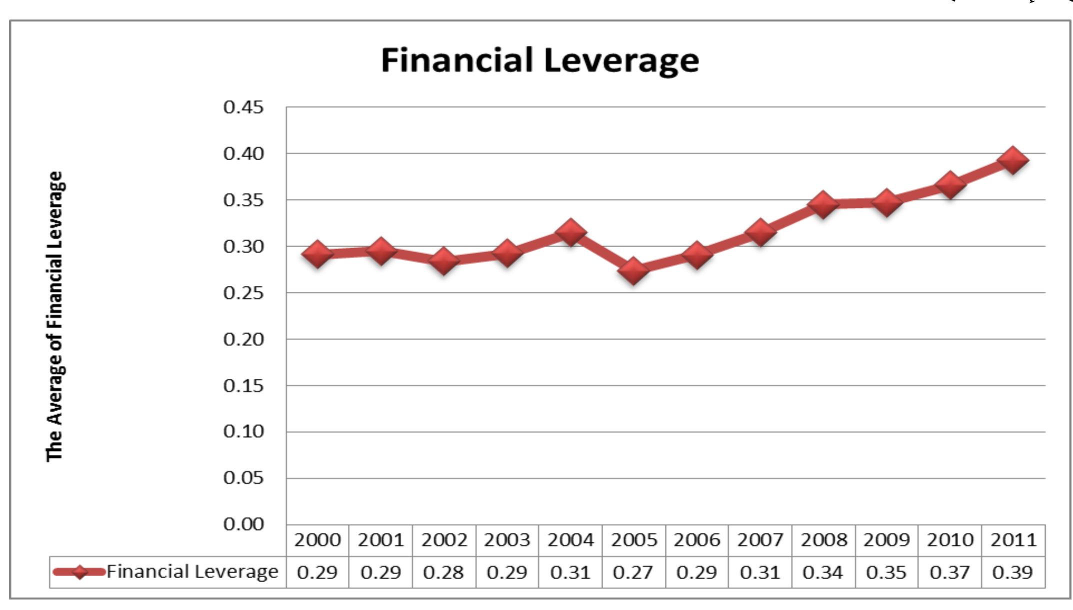
الهدف من استعراض الاحصاءات الوصفية هو الحصول على وصف عام عن متغيرات الدراسة من حيث متوسطاتها وتوزيعها وطبيعة سلوكها لكافة متغيرات الدراسة خلال الفترة 2000–2011 من خلال الجداول والأشكال التالية:

1. الرفع المالي Financial Leverage

الجدول رقم (2) : المتوسطات الحسابية والإنحرافات المعيارية للرفع المالي خلال السنوات 2000–2011

Years	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average
Financial Leverage	0.29	0.29	0.28	0.29	0.31	0.27	0.29	0.31	0.34	0.35	0.37	0.39	**31.72%**
S.D	0.19	0.18	0.19	0.19	0.23	0.17	0.17	0.18	0.22	0.23	0.29	0.34	**0.214**

المصدر : إعداد الباحثة



الشكل رقم (3) : الرفع المالي خلال الفترة 2000 – 2011

المصدر : إعداد الباحثة .

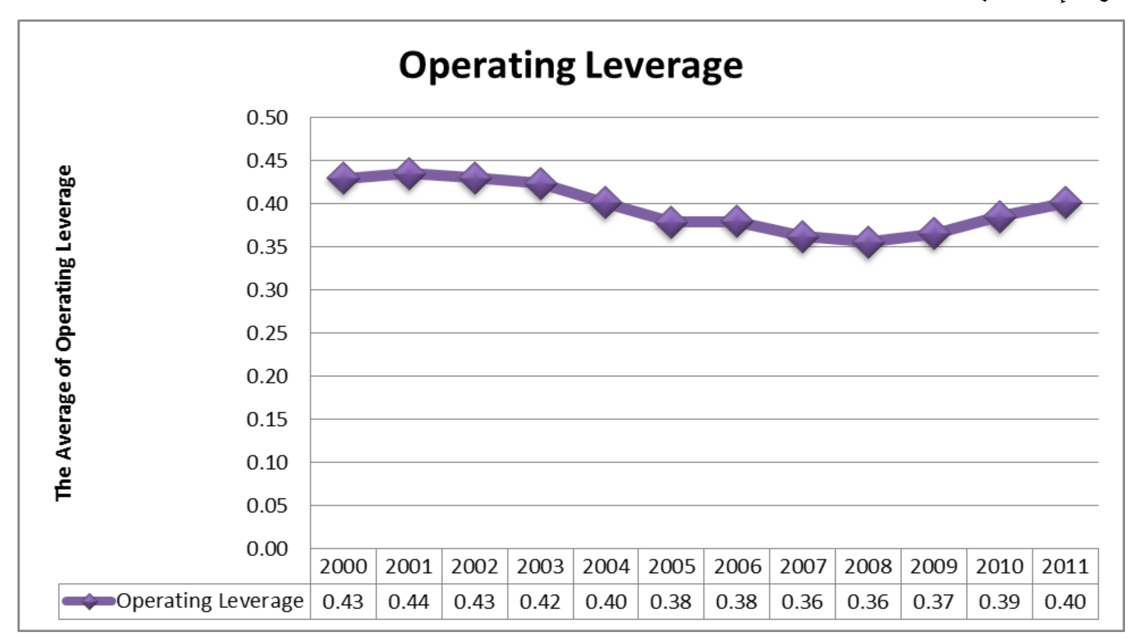
يتضح من خلال الجدول رقم (2) بأن متوسطات الرفع المالي بلغت 31% وبإنحراف معياري بلغ 21% . ويبين الشكل رقم (3) أن الرفع المالي لدى الشركات الصناعية الأردنية وصل إلى أدنى مستوى له في عام 2005 ليصل إلى 27%، ومن ثم أخذ بالإرتفاع التدريجي ليصل إلى 39% في عام 2011. وهذا الإرتفاع التدريجي يشير إلى الإستقرار النسبي في اعتماد الشركات على الديون في تمويل مشاريعها الإستثمارية وعملياتها التشغيلية خلال الفترة 2000–2011 ، كما يشير الإرتفاع التدريجي إلى أن إدارة الشركات الصناعية ارتأت إلى زيادة نسبة الإقتراض منذ عام 2008 وهي بداية الأزمة العالمية والذي يمكن تفسيرة إما بإنخفاض أرباح هذه الشركات أو وجود خسائر لبعض الشركات والذي أدى بدوره إلى زيادة الرفع المالي. ويتضح ذلك أيضاً من العائد على الأصول (ROA) في الشكل رقم (7) والعائد على الملكية (ROE) في الشكل رقم (8) ، وعلى حصة السهم من الأرباح (EPS) في الشكل رقم (9) .

2. الرفع التشغيلي Operating Leverage

الجدول رقم (3) : المتوسطات الحسابية والإنحرافات المعيارية للرفع التشغيلي خلال السنوات 2000–2011

Years	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average
Operating Leverage	0.43	0.44	0.43	0.42	0.40	0.38	0.38	0.36	0.36	0.37	0.39	0.40	**0.395**
S.D	0.23	0.22	0.22	0.23	0.22	0.21	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	**0.205**

المصدر : إعداد الباحثة .



الشكل رقم (4) : الرفع التشغيلي خلال الفترة 2000 – 2011

المصدر : إعداد الباحثة .

يُلاحظ من الجدول رقم (3)، أن متوسط الرفع التشغيلي بلغ 39%، حيث كان أعلى مستوى له 43% في عام 2001 ووصل إلى أدنى نسبة له 35% في عام 2008. وتدل هذه النسب في جدول رقم (3) إلى اعتماد الشركات الصناعية على الأرباح التشغيلية في تعظيم قيمة المنشأة . ويظهر من الرسم البياني رقم (4) إلى الإستقرار النسبي للشركات الصناعية في استخدام الرفع التشغيلي لجميع سنوات الدراسة 2000–2011 . وباستخدام جدول رقم (2) وجدول رقم (3) نجد أن الرفع الكلي بلغ 12.5% (وهو حاصل ضرب متوسط الرفع التشغيلي 39.5% والرفع المالي 31.7%)، وتدل هذه النسبة إلى أن درجة تمويل الأصول الثابتة بأموال الغير بلغت 12.5% والباقي 87.5% هي تمويل بأموال الملكية وذلك يضيف درجة عالية من الإستقرار للوضع المالي للشركات عينة الدراسة والذي بدوره يسمح لهذه الشركات

إلى التطلع والبحث عن أسواق جديدة وبالتالي إستثمار في أصول من الممكن أن تغطي السلع الجديدة المتوقع إنتاجها وتشير هذه النسبة إلى الهيكل التمويلي في الشركات الصناعية وهو درجة تمويل الأصول الثابتة بأموال الملكية والديون طويلة الأجل . وتدل نسبة الرفع الكلي أيضاً إلى استقرار الوضع المالي للشركات عينة الدراسة وتدل أيضاً على ثبات هيكل التكاليف في الشركات الصناعية إلى حد ما، والذي أدى بدوره إلى عدم قيام الشركات الصناعية الأردنية بالإضافات على أصولها الثابتة نتيجة استقرار درجة الرفع المالي .

3. المخاطر النظامية (بيتا Systematic Risk (Beta

الجدول رقم (4) : المتوسط الحسابي والإنحراف المعياري لمتغير المخاطر المنتظمة خلال السنوات 2000–2011

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average
% Change Of EPS	0.28	0.20	-0.24	0.90	-0.24	-0.38	0.49	-0.24	-0.34	-0.10	-0.14	**0.186**
% Change Of Market Return	0.30	0.03	0.61	0.55	0.56	-0.29	0.22	-0.25	-0.08	-0.06	-0.16	**1.431**
Beta (Systematic Risk)	0.918	6.845	-0.385	1.631	-0.424	1.308	2.248	0.969	4.148	1.636	0.862	**0.130**

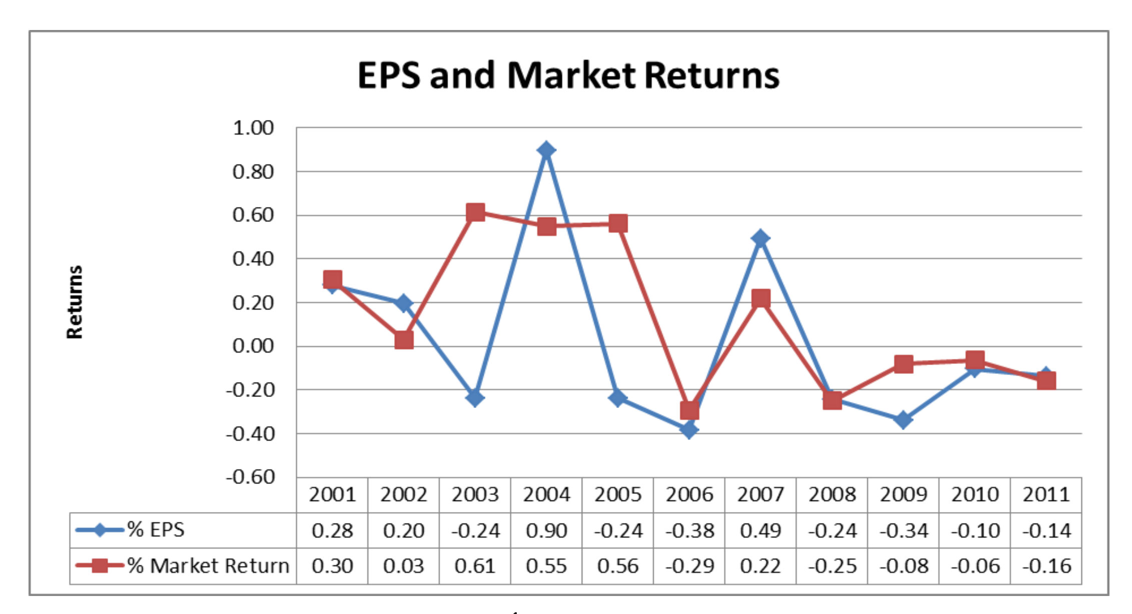
المصدر : إعداد الباحثة.

الجدول رقم (5) : قياس المخاطر النظامية ، بيتا .

	Totals	***Value/11**
% Change Of EPS	0.186	0.017
% Change Of Market Return	1.431	0.130
Beta = %Change EPS/ %Change Market Return		**13.00%**

***ملاحظة: القيمة مقسومة على 11سنة، بإعتبار سنة 2000 سنة الأساس .**

المصدر : إعداد الباحثة.



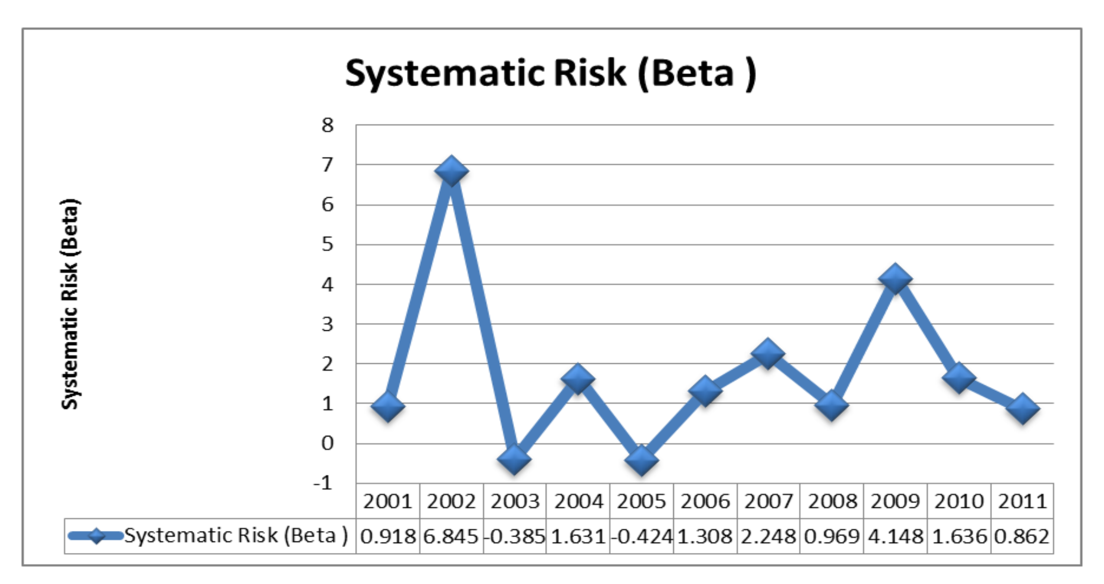
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
% EPS	0.28	0.20	-0.24	0.90	-0.24	-0.38	0.49	-0.24	-0.34	-0.10	-0.14
% Market Return	0.30	0.03	0.61	0.55	0.56	-0.29	0.22	-0.25	-0.08	-0.06	-0.16

الشكل رقم (5) : عائد السوق والعائد على الأسهم خلال الفترة 2000 – 2011

المصدر : إعداد الباحثة.

يتضح من خلال الجدول رقم (5) بأن المخاطر المنتظمة (بيتا) بلغت 13% وهي نسبة تعكس عدم استخدام الشركات الصناعية الأردنية للإقتراض بشكل كبير في هيكل تمويلها إذ بلغت نسبة الإقتراض من هيكل التمويل 12.5% والباقي 87.5% هي أموال حقوق ملكية ، لذلك كانت قيمة المخاطر المنتظمة قليلة نسبياً كون المخاطر النظامية تزيد في حال زيادة نسبة الرفع المالي. لذلك إن تأثير الرفع المالي على المخاطر المنتظمة (بيتا) ليس كبيراً لأن الرفع المالي يمثل 12% من التمويل طويل الأجل كما ذُكِر آنفاً، فلو كانت نسبة الرفع المالي عالية نسبياً، لكانت درجة بيتا عالية أيضاً.

ومن الشكل رقم (6) يُلاحظ أيضاً من هذه القراءة الإنسجام إلى حدٍ ما في القيم باستثناء عام 2002 وعام 2009 ويعود السبب إلى أنه في عام 2002 كانت درجة العائد على السهم 7 اضعاف عائد السوق حيث تمثل هذه السنة نهاية فترة كساد للسوق المالي وكان العائد على السهم أكبر من العائد على السوق . أما بالنسبة إلى عام 2009 وصلت درجة معامل بيتا 4 درجات مما يعني أن درجة التغير في العائد على السهم (EPS) هي 4 أضعاف التغير في عائد السوق ويعود السبب إلى أن عام 2009 هو أحد أعوام الركود الذي ساد السوق المالي نتيجة الأزمة العالمية.



الشكل رقم (6) : المخاطر النظامية (بيتا) خلال الفترة 2000 – 2011 .

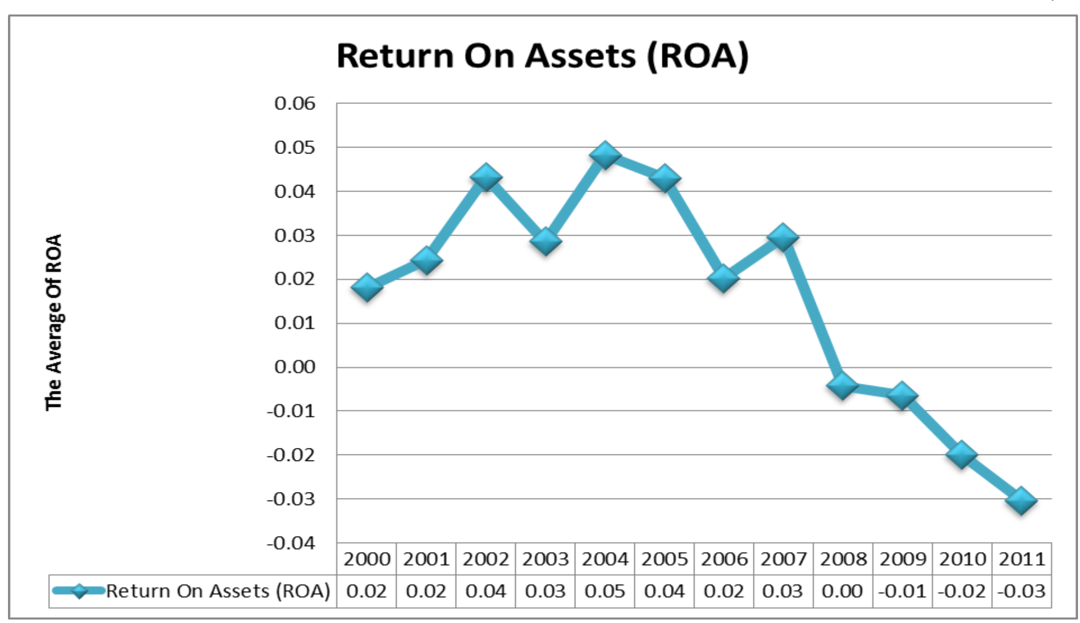
المصدر : إعداد الباحثة.

4. العائد على الأصول Return On Assets (ROA)

الجدول رقم (6) : المتوسطات الحسابية والإنحرافات المعيارية لمتغيرات العائد على الأصول (ROA) خلال السنوات 2000–2011

Years	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average
ROA	0.02	0.02	0.04	0.03	0.05	0.04	0.02	0.03	0.00	-0.01	-0.02	-0.03	**0.016**
S.D	0.09	0.10	0.07	0.09	0.07	0.08	0.09	0.09	0.14	0.11	0.12	0.13	**0.097**

المصدر : إعداد الباحثة.



الشكل رقم (7) : العائد على الأصول (ROA) خلال الفترة 2000 – 2011

المصدر : إعداد الباحثة.

يتضح من الرسم البياني في الشكل رقم (7) بإن المتوسط للعائد على الأصول(ROA) بلغ 1.6% وانحراف معياري بلغ ما يقارب 10% ،واختلفت النسب من سنة إلى أخرى كما هو مبين في الجدول رقم (6)، كما ويُلاحظ من نفس الشكل تذبذب هذه النسبة خلال الأعوام 2000−2007 ، حيث بلغت نسبة المتوسط المرجح للعائد على الأصول (ROA) في عام 2004 4.8% وأخذت النسبة بالإنخفاض بشكل حاد بين الأعوام 2008−2011 لتصل إلى أدنى مستوياتها في عام 2011 إذ بلغت هذه النسبة −3% .

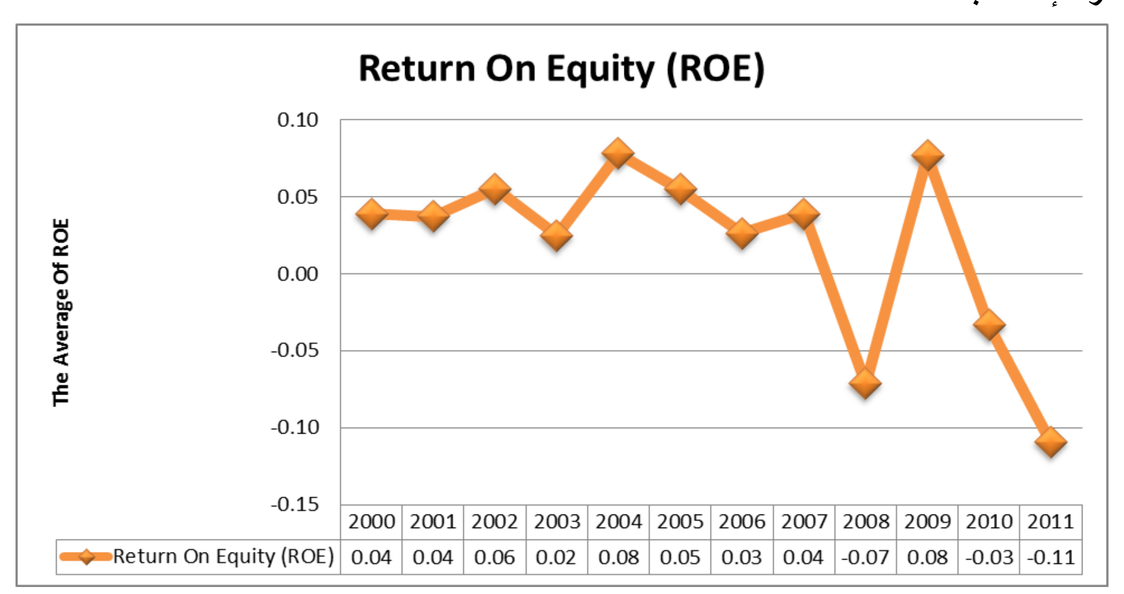
ويعود السبب إلى انخفاض العائد على الأصول (ROA) في الأعوام 2008−2011 بشكل كبير إلى آثار الأزمة العالمية ، إذ انخفضت أسعار المواد الخام وهذا بدوره أثر على تكلفة المخزون آخر المدة في الشركات الصناعية الأردنية مما أدى إلى انخفاض الأرباح بشكل كبير حيث استطاعت قيم الإنخفاض في المخزون أن تطغى على الأرباح التي تحققت طيلة فترة الدراسة 2000−2011 .

5. العائد على الملكية Return On Equity (ROE)

الجدول رقم (7) : المتوسطات الحسابية والإنحرافات المعيارية لمتغيرات العائد على حقوق الملكية (ROE) خلال السنوات 2000-2011

Years	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average
ROE	0.04	0.04	0.06	0.02	0.08	0.05	0.03	0.04	-0.07	0.08	-0.03	-0.11	**0.018**
S.D	0.29	0.17	0.10	0.27	0.24	0.12	0.14	0.16	0.35	0.74	0.23	0.38	**0.266**

المصدر : إعداد الباحثة.



الشكل رقم (8) : العائد على حقوق الملكية خلال الفترة 2000 – 2011

المصدر : إعداد الباحثة.

يُلاحظ من الجدول (7) أن المتوسط للعائد على حقوق الملكية (ROE) بلغ 1.8% وبإنحراف معياري 26% ، واستقر العائد على حقوق الملكية إلى حد ما للفترة ما بين 2000-2007 ، وسجلت نسب تذبذب واضح للفترة ما بين 2008-2011 .

ويُلاحظ من الشكل رقم (8) أن هناك استخدام جيد لأموال الملكية للسنوات 2000-2007 حيث أن العائد على الأصول (ROA) كان أقل من العائد على الملكية (ROE). أما بالنسبة للسنوات 2008 و2010 و2011 فيلاحظ أن العائد على حقوق الملكية (ROE) لم يعد عائد بل أصبح خسارة متضاعفة نتيجة أن العائد على الأصول (ROA) كان ممولاً من الغير فكأن هناك فترة ركود لم تستطع فيها الشركات استخدام أموال الغير بصورة سليمة إذ تأثرت بالظروف الإقتصادية السائدة .

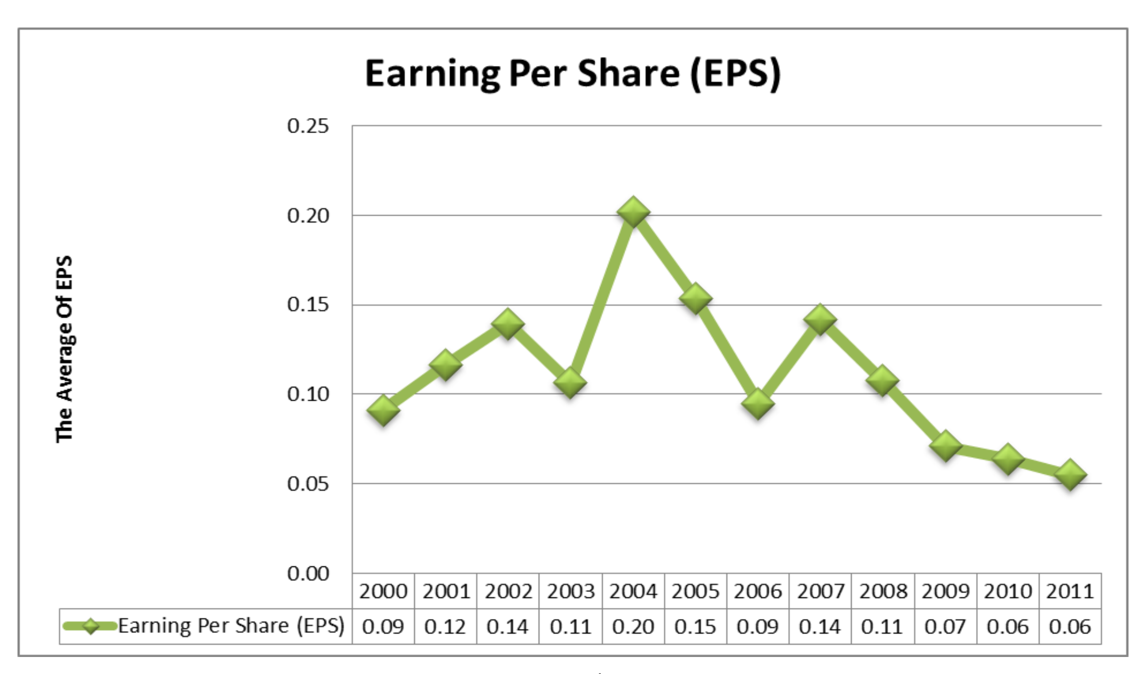
ويُلاحظ أيضاً أن العائد على حقوق الملكية (ROE) بلغ 1.8% وطالما ان العائد على الملكية (ROE) أكبر من العائد على الأصول (ROA) إذ بلغ 1.6% (كما ذُكر في الجدول رقم (6)) فمعنى ذلك أن تكلفة التمويل كانت أقل من العائد على الأصول أي أن هناك أموال اقتراض بتكلفة قليلة وهذا يدل على أن الشركات قد استخدمت الرفع المالي بطريقة جيدة نوعاً ما وتمكنت من تحقيق مزايا المتاجرة بأموال الغير مما انعكس ذلك على العائد على حقوق الملكية (ROE) وبالتالي أثر ذلك إيجاباً على حصة السهم من الأرباح (EPS) إذ بلغت قيمته 11% .

6. حصة السهم من الأرباح (EPS) Earning Per Share

الجدول رقم (8) : المتوسطات الحسابية والإنحرافات المعيارية لمتغير حصة السهم من الأرباح EPS خلال السنوات 2000-2011

Years	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Average
EPS	0.09	0.12	0.14	0.11	0.20	0.15	0.09	0.14	0.11	0.07	0.06	0.06	**0.11**
S.D	0.31	0.24	0.23	0.23	0.43	0.26	0.23	0.31	0.70	0.34	0.36	0.61	**0.35**

المصدر: إعداد الباحثة.



الشكل رقم (9) : حصة السهم من الأرباح EPS خلال الفترة 2000 - 2011

المصدر : إعداد الباحثة.

يتضح من الشكل رقم (9) بأن المتوسط للعائد على السهم (حصة السهم من الأرباح) قد بلغت 11%، مع وجود تذبذب واضح للقيم، بإنحراف معياري بلغ 35%، وارتفعت حصة السهم من الأرباح إرتفاع ملحوظ لتصل إلى أعلى مستوياتها عام 2004 إذ بلغت 20% حيث كانت فترة إنتعاش للسوق المالي بعد الحرب العراقية في 2003 ليستقر على إرتفاع خلال السنوات 2005–2007 ما بين 10% و15%. وأخذ المتوسط للعائد على السهم بالإنخفاض بشكل ملحوظ للسنوات 2008–2011 ليصل إلى أدنى مستوياته في عام 2011 إذ بلغ 5% وهو ما يعكس آثار الأزمة الإقتصادية العالمية .

ويُلاحظ من الجدول (8) أيضاً أن انخفاض حصة السهم من الأرباح (EPS) حيث كانت أقل للأعوام 2008–2011 مقارنة بالأعوام 2000–2007 مما يدل على تأثر حصة السهم من الأرباح (EPS) بالعائد على الأصول (ROA) والعائد على الملكية (ROE) حيث كانت النسب متدنية لنفس الفترة.

3.4 : التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسةNormality test of data

يبين الجدول (9) بأن القيم الاحصائية لاختبار التوزيع الطبيعي (Z) والتي لم تبلغ مستوى الدلالة الإحصائية لجميع متغيرات الدراسة الأمر الذي يشير إلى أن توزيع متغيرات الدراسة تتوزع بشكل طبيعي، وهذا من شأنه أن يحقق إحدى افتراضات تحليل الانحدار وتوزيع بيانات الدراسة بشكل طبيعي قبل إجراء تحليل الانحدار.

جدول (9) نتائج التوزيع الطبيعي لبيانات الدراسة على متغيرات الدراسة

الدلالة	Z	التفلطح	الالتواء	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغير
0.22	1.21	2.97	0. 34	0.214	%31.72	**الرافعة المالية**
0.08	1.72	2.36	0.95	0.205	%39.5	**الرافعة التشغيلية**
0.06	1.85	5.82	0.28	0.266	0.018	**ROE**
0.19	1.30	3.01	6.91	0.097	0.016	**ROA**
0.14	1.45	3.02	0.66	0.354	0.111	**EPS**
0.07	1.94	0.66	0.85	0.180	1.795	**Systematic Risk (Beta)**

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

أما الجدول رقم (10) فيوضح مقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وذلك للمفاضلة بينهما في تقييم نماذج الدراسة على نتائج اختبار هوسمان، والتي تكشف عن فرضية مدى وجود فرق نظامي بين تباين المعلمات الانحدارية في حالة الثابت والعشوائي، ويقبل نموذج التأثير الثابت إذا كانت قيمة مربع كاي بلغت مستوى الدلالة الإحصائية وفي هذه الحالة نرفض الفرض الذي يشير إلى التأثير العشوائي لبيانات الدراسة، والنتائج في الجدول رقم (10) تبين نتائج اختبار هوسمان ويتضح من هنا أن قيمة كاي تربيع دالة عند مستوى 0.05 فأقل، وتشير هذه النتيجة إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة وهذا يعني قبول نموذج التأثير الثابت لنموذج الانحدار.

جدول رقم (10) يبين نتائج اختبار هوسمان

المتغير	قيمة مربع كاي²	الدلالة	النتيجة
الرافعة المالية	6.22	≥ 0.05	**نموذج التاثير الثابت**
الرافعة التشغيلية	5.13	≥ 0.05	**نموذج التاثير الثابت**
ROE	7.14	≥ 0.05	**نموذج التاثير الثابت**
ROA	8.05	≥ 0.05	**نموذج التاثير الثابت**
EPS	5.12	≥ 0.05	**نموذج التاثير الثابت**
Systematic Risk (Beta)	8.86	≥ 0.05	**نموذج التاثير الثابت**

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

4.4 :اختبار الفرضيات

لاختبار هذه الفرضيات تم اجراء تحليل الانحدار وفقا منحنى التاثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى((least squares methods (LS) للبيانات المتجمعة (Panel data) من الشركات الصناعية الأردنية للفترة 2000–2011، وتم قياس الرفع بمتغيرين: الرفع المالي (FL) والرفع التشغيلي(OL)، كما وتم قياس متغير المخاطر بالمخاطر النظامية(Systematic Risk) ، كما وتم قياس العوائد بثلاث متغيرات العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) العائد على السهم (EPS) .

نتائج تحليل اختبار الفرضيات :

الفرضية الأولى Ho1: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \le 0.05$) للرفع المالي على المخاطر النظامية .

الجدول (11) النتائج الخاصة بتاثير الرفع المالي على المخاطر .

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-24.75005	698.9841	-0.035409	0.9718
FINI_1	1530.487	2017.827	0.758483	0.4485
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.092400	Mean dependent var		456.3052
Adjusted R-squared	-0.009474	S.D. dependent var		6833.152
S.E. of regression	6865.444	Akaike info criterion		20.60330
Sum squared resid	2.31E+10	Schwarz criterion		21.04460
Log likelihood	-5568.702	Hannan-Quinn criter.		20.77581
F-statistic	0.907006	Durbin-Watson stat		1.400865
Prob(F-statistic)	0.664486			

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

يُلاحظ من الجدول (11) يتضح بان قيمة المحسوبة (T) بلغت 0.75 وهي ليست دالة عند مستوى 0.05 فاقل، وعليه فإننا نقبل الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على المخاطر النظامية ، ويبين الجدول أيضاً أن مؤشرات الرفع المالي له قدرة تفسير (R^2) بلغت 0.09 ، ولا تعتبر هذه النسبة ذات قدرة تفسيرية مقبولة، ويعزى ذلك إلى أن الشركات الصناعية الأردنية لم تستخدم الرفع المالي بشكل كبير ويتضح ذلك من خلال الجدول رقم (3)، فقد كانت درجة تمويل الأصول الثابتة بأموال الغير 12.5% والباقي 87.5% هي تمويل بأموال الملكية لذلك لم يكن هناك تأثير للرفع المالي على المخاطر النظامية كونها لم تستخدم الديون بشكل كبير. ويبين كذلك في الشكل رقم (3) ثبات درجة الرفع المالي إلى حد ما مما يدل على عقلانية الشركات الصناعية الأردنية في إدارة أموال الإقتراض مما يقلل المخاطر وبالتالي يؤثر إيجاباً على اتخاذ القرار السليم من قبل الشركات الصناعية.

وهذا ما اكدت عليه دراسة (الحمدوني، الصبيحي، 2012) إذ لم يكن هناك أثر للرفع المالي على المخاطر النظامية للشركات، في حين كانت نتائج دراسة (نويران، 2008) ، ودراسة (أبو فرحة، 2001)، ودراسة (صافي، موسى، 2010)، ودراسة (Alqudah, Al-Laham, 2013) مخالفة لنتائج هذه الدراسة حيث تحدثت هذه الدراسات عن وجود أثر للرفع المالي (بمختلف طرق قياسه) على المخاطر النظامية.

الفرضية الثانية Ho2: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع التشغيلي على المخاطر النظامية .

الجدول (12) النتائج الخاصة بتاثير الرفع التشغيلي على المخاطر النظامية .

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	464.9459	296.7422	1.566834	0.1178
OPER_1	-5.238026	24.51986	-0.213624	0.8309

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.091419	Mean dependent var	456.3052
Adjusted R-squared	-0.010565	S.D. dependent var	6833.152
S.E. of regression	6869.153	Akaike info criterion	20.60438
Sum squared resid	2.31E+10	Schwarz criterion	21.04568
Log likelihood	-5568.997	Hannan-Quinn criter.	20.77689
F-statistic	0.896408	Durbin-Watson stat	1.403471
Prob(F-statistic)	0.684920		

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

من الجدول (12) يتضح بان قيمة (T) الاحصائي بلغت(0.21−) وهي ليست دالة عند مستوى 0.05 فأقل، وعليه فإننا نقبل الفرضية العدمية التي تنص على أنه لايوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع التشغيلي على المخاطر النظامية، ويتبين أيضاً أن من الجدول أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت 9% وهذا يشير إلى أن الرفع التشغيلي يفسر ما نسبته 9% وأن 91% من التباين في المخاطر النظامية مفسرة من خلال عوامل أخرى غير محدده في الدراسة الحالية وبلغت قيمة (R^2) المعدلة −1% ، وبلغت قيمة معامل (Durbin-Watson stat) 1.40 وهي قيمة مقبولة ، إذ تم قياس الرفع التشغيلي من خلال نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وكانت القيمة خلال فترة الدراسة كما ذُكر سابقاً في الشكل رقم (4) ما بين 35% − 43% وهي تكاد تكون ثابتة، ويتبين أيضاً أن نسبة تمويل الأصول الثابتة بأموال الملكية بلغت 87.5% وهي تدل على درجة كبيرة من الإستقرار وبالتالي تكون العلاقة ما بين الرفع التشغيلي والمخاطر النظامية غير موجودة أصلاً بناءاً على

هذه المعطيات، كذلك أن الرفع التشغيلي يتأثر بالعوامل الداخلية التي تتعلق بطبيعة القطاع قيد الدراسة (القطاع الصناعي) أي أن المخاطر المتعلقة بالرفع التشغيلي تكون ناجمة عن الطلب على المنتجات والتطور التكنولوجي ومستوى الأسعار والتي تسمى بالمخاطر الغير نظامية أو مخاطر التنويع أو مخاطر الشركة كما ذُكر سابقاً إذ أن مخاطر الأعمال هي أحد فروع المخاطر اللانظامية في الأساس، أما المخاطر النظامية فهي ناتجة عن عوامل متعلقة بالإقتصاد ككل وتأثر على كل القطاعات في السوق، كذلك العمليات التشغيلية ترتبط باستثمارات طويلة أو متوسطة الأجل وبالتالي يكون تأثير المخاطر أقل ما يمكن . تطابقت هذه النتيجة مع جاء في الأدب النظري، وتوافقت هذه النتيجة مع دراسة (أبو فرحة، 2001) حيث أكدت على عدم وجود أثر للرفع التشغيلي على المخاطر النظامية.

الفرضية الثالثة Ho3: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد ، وقد انبثق عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

أ. **الفرضية الفرعية الثالثة Ho3a:** لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على الأصول (ROA) .

الجدول (13) النتائج الخاصة بتاثير الرفع المالي على ROA .

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.638396	0.711690	12.13787	0.0000
FINI_1	-19.41648	2.057184	-9.438380	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.460297	Mean dependent var		2.535260
Adjusted R-squared	0.410658	S.D. dependent var		9.902932
S.E. of regression	7.602341	Akaike info criterion		6.976527
Sum squared resid	34561.77	Schwarz criterion		7.360401
Log likelihood	-2225.324	Hannan-Quinn criter.		7.125381
F-statistic	9.273020	Durbin-Watson stat		1.429064
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

يتضح من الجدول رقم (13) أن قيمة الاحصائي (T) بلغت 9.43− وهي ذات دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) فأقل، وعليه فإننا نرفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو ذلالة إحصائية للرفع المالي على ROA، مما يعني وجود أثر للرفع المالي على ROA عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$)، وبين كذلك الجدول أن قيمة (R^2) بلغت 46% من التباين في المتغير التابع ROA وأن قيمة (R) المعدلة بلغت 41% .ويتضح أيضاً أن إتجاه العلاقة بين المتغيرين سالب وأن قيمة معامل(Durbin-Watson stat) بلغت (1.42) وهي قيمة مقبولة ومناسبة ، ويُلاحظ أنه كلما زاد الرفع المالي تقل قيمة العائد على الأصول (ROA)، وهو ما يفسر العلاقة العكسية بين الرفع المالي و ROA وذلك لأنه بعد استقرار الأثر بين الرفع المالي و ROA للفترة 2000−2005 أصبحت العلاقة عكسية للفترة 2006−2011 وهذا ما يظهره الشكل رقم (3) والشكل رقم (7) حيث أن استخدام الرفع

المـالي أدى إلـى ظهـور نتـائج عكسـية ويعُزى ذلـك إلـى أنـه فـي السـنوات الأربعـة الأخيـرة 2008–2011 تأثرت الشركات الصناعية بالأزمة العالمية وهذا يكون واضح بشكل كبير عند تقييم مخزونات آخر المدة إضافة إلى فترات الركود التي تأثرت بها الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة .

طابقت تلك النتيجة ما جاء في دراسة (Salem,Et al، 2012) ودراسة (نوفل، وآخرون،2011) ودراسة (السبيعي ، 2012) ودراسة (Achchuthan ، Jasinthan ، 2012) حيث تبين هذه الدراسات وجـود أثـر أو علاقـة ذات دلالـة إحصـائية بـين الرفـع المـالي والعائـد علـى الأصـول، بينمـا كانـت نتـائج ودراسـة (الآغـا،2005) ، مخالفـة لنتيجـة هـذه الدرسـة حيـث تبـين أن لـيس هنـاك أثـر للرفـع المـالي علـى (ROA) .

ب. الفرضـية الفرعيـة الثالثـة Ho3b: لا يوجـد أثـر ذو دلالـة احصـائية عنـد مسـتوى دلالـة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية (ROE).

الجدول (14) النتائج الخاص بتاثير الرفع المالي على ROE .

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.572653	2.708423	3.165183	0.0016
FINI_1	-23.10303	7.828865	-2.951006	0.0033
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.172763	Mean dependent var	1.310734	
Adjusted R-squared	0.096679	S.D. dependent var	30.44053	
S.E. of regression	28.93165	Akaike info criterion	9.649486	
Sum squared resid	500550.0	Schwarz criterion	10.03336	
Log likelihood	-3099.382	Hannan-Quinn criter.	9.798340	
F-statistic	2.270698	Durbin-Watson stat	1.847748	
Prob(F-statistic)	0.000002			

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

من الجدول (14) يتضح بان قيمة الاحصائي (T) بلغت 2.95− وهي دالة عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) فاقل، وعليه فإننا نرفض الفرضية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على (ROE) ، مما يعني وجود أثر للرفع المالي على (ROE)، وتبين أيضاً أن قيمة معامل التحديد (R2)

بلغت 17% وهذا يشير الى ان الرفع المالي يفسر ما نسبته 17% من العائد على حقوق الملكية وان 83% من التباين في العائد على حقوق الملكية المفسرة من خلال عوامل اخرى غير محددة في الدراسة الحالي، وبلغت قيمة معامل التحديد (R2) المعدلة 9%، كما ان اتجاه العلاقة بين المتغيرين سالب، كذلك قيمة معامل (Durbin-Watson stat) بلغت 1.84 وهي قيمة مقبولة ومناسبة، وما ينطبق على أثر الرفع المالي مع العائد على الأصول (ROA) ينطبق على العائد على حقوق الملكية (ROE) ويُلاحظ هنا أن الأثر العكسي للرفع المالي مع العائد على حقوق الملكية (ROE) أكثر من أثر الرفع المالي مع العائد على الأصول (ROA) ويتضح ذلك من خلال الجدول رقم (14) ، إذ يتبين أن تكاليف الرفع المالي أكبر من العائد على الأصول حيث انعكس ذلك على سلباً على حقوق الملكية ومنها يُستنتج أن استخدام أموال الغير لم يكن ذو فائدة على الشركة للفترة بين 2005–2011 علماً بأنه في بداية سنوات الدراسة من 2000–2004 كانت القيم مستقرة بالرجوع إلى الشكل رقم (7) .

طابقت تلك النتيجة ما جاء في دراسة (Achchuthan ، Jasinthan ، 2012) ودراسة (Salem,Etal، 2012) ودراسة (نوفل،2012) ودراسة (Negi,2012)، حيث تبين هذه الدراسات وجود أثر أو علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية (ROE)، بينما كانت نتائج دراسة (نويران،2007)، ودراسة (Saini,2012) ، ودراسة (Totala, Pachori, 2012) مخالفة لنتائج هذه الدراسة حيث وضّحت هذه الدراسات وجود علاقة سالبة وليست دالة للرفع المالي على (ROE) .

ج. الفرضية الفرعية الثالثة Ho3c: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على العائد على حصة السهم من الأرباح (EPS).

الجدول (15) النتائج الخاصة بتاثير الرفع المالي على (EPS) .

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.246105	0.027762	8.864782	0.0000
FINI_1	-0.418021	0.080248	-5.209108	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.450726	Mean dependent var		0.114709
Adjusted R-squared	0.400207	S.D. dependent var		0.382920
S.E. of regression	0.296558	Akaike info criterion		0.488587
Sum squared resid	52.59197	Schwarz criterion		0.872462
Log likelihood	-103.7679	Hannan-Quinn criter.		0.637441
F-statistic	8.921987	Durbin-Watson stat		1.180694
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

يتضح من الجدول (15) بان قيمة الاحصائي (T) بلغت 5.20 - وهي دالة عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) فأقل، وعليه فإننا نرفض الفرضية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على (EPS)، مما يعني وجود تأثير للرفع المالي على (EPS) عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) فأقل، ويتضح أيضاً أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت 0.45 وهذا يشير الى ان الرفع المالي يفسر ما نسبته 45% من حصة السهم من الارباح وان 55% من التباين في حصة السهم من الارباح من خلال عوامل اخرى غير محددة في الدراسة الحالية، أيضاً بلغت قيمة (R) المعدلة 0.40%، كذلك قيمة معامل (Durbin-Watson stat) بلغت 1.18 وهي قيمة مقبولة ومناسبة، كما ان اتجاه العلاقة بين المتغيرين سالبة حيث أن زيادة الرفع المالي يؤدي إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح وتفسير ذلك أن الفترة 2008–2011 كانت خلالها الشركات الصناعية الأردنية تعاني من انخفاض الأرباح التشغيلية أو من وجود خسائر مما أدى إلى لجوء الشركات الصناعية الأردنية إلى الإقتراض وهو ما فسرته زيادة نسبة الرفع المالي كما في الشكل رقم (3) .

طابقت تلك النتيجة ما جاء في دراسة (نوفل،آخرون،2012) ودراسة(صافي، وموسى، 2009)، ودراسة (الحمدوني، والصبيحي، 2012) ودراسة (AL-qudah, Al-Laham, 2013)، حيث تبين هذه الدراسات وجود أثر أو علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وحصة السهم من الأرباح (EPS)، بينما كانت نتائج دراسة (ناصر الدين،2012) ودراسة (Negi,2012) مخالفة لنتائج هذه الدراسة حيث وضحت هذه الدراسات وجود علاقة سالبة وليست دالة احصائياً بين الرفع المالي و(EPS)

الفرضية الرابعة Ho4: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع التشغيلي على العائد ، وقد انبثق عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

أ. **الفرضية الفرعية الرابعة Ho4a:** لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع التشغيلي على العائد على الأصول (ROA) .

الجدول (16) النتائج الخاصة بتاثير الرفع التشغيلي على ROA .

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.590975	0.322197	8.041590	0.0000
OPER_1	-0.032151	0.028768	-1.117597	0.2642
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.381190	Mean dependent var	2.535260	
Adjusted R-squared	0.324277	S.D. dependent var	9.902932	
S.E. of regression	8.140448	Akaike info criterion	7.113305	
Sum squared resid	39627.60	Schwarz criterion	7.497179	
Log likelihood	-2270.051	Hannan-Quinn criter.	7.262159	
F-statistic	6.697667	Durbin-Watson stat	1.352541	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

يتضح من الجدول رقم (16) أن قيمة الاحصائي (T) بلغت −1.11 وهي ليست ذات دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) فأقل، وعليه فإننا نقبل الفرضية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو ذلالة إحصائية للرفع التشغيلي على ROA ، وبين كذلك الجدول أن قيمة (R^2) بلغت 0.38 من التباين في المتغير التابع ROA، وهذا يشير الى ان الرفع التشغيلي يفسر ما نسبته 0.38 من العائد على الاصول وان 0.62 من التباين في في العائد على الاصول المفسرة من خلال عوامل اخرى غير محددة في الدراسة الحالية، كما ان اتجاه التأثير العائد على الاصول تشير الى تاثير سلبي بينهما. كذلك فان قيمة معامل دربن واطسن بلغت 1.35 وهي قيمة مقبولة ومناسبة. يتضح أن درجة الرفع التشغيلي تنحصر بين 35%−43% وهي نسب تشير إلى الثبات تقريباً كما بين الشكل رقم (4) لذلك أخذت معادلة التنبؤ هذا الشكل بمعنى ثبات التكاليف الثابتة في الشركات الصناعية الأردنية طيلة فترة الدراسة . ومن خلال ملاحظة كشف المبيعات جدول رقم (29) في الملاحق يتضح ارتفاع في أرقام المبيعات السنوية الإجمالية مع انعكاس ذلك على انخفاض في العائد على الأصول (ROA) وبقاء درجة الرفع التشغيلي دون تغير ، يفسر ذلك بأن الشركات تبيع المنتجات بأسعار قريبة من التكلفة أي بالكاد تستطيع أن تغطي التكاليف المتغيرة وجزء من التكاليف الثابتة ويفسر ذلك أيضاً أنه نتيجة انخفاض أسعار المواد الخام عالمياً للسنوات ما بين 2008−2011 أدى ذلك إلى انخفاض أسعار البيع ولأن الشركات لديها مخزون كبير من البضاعة بأسعار عالية أدى ذلك إلى تفسير انخفاض العائد مع بقاء درجة الرفع التشغيلي كما هي.

طابقت تلك النتيجة مع ما جاء في دراسة (Achchuthan ، Jasinthan ، 2012) حيث أكدت عدم وجود أثر دال إحصائياً ما بين الرفع التشغيلي و (ROA)، بينما كانت نتائج دراسة (نوفل،آخرون،2012) ودراسة (Saleem,Etal، 2013) مخالفة لنتائج هذه الدراسة حيث وضحت هذه الدراسات وجود أثر ذو دلالة احصائياً بين الرفع التشغيلي و (ROA).

ب. **الفرضية الفرعية الرابعة Ho4b:** لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع التشغيلي على العائد على حقوق الملكية (ROE) .

الجدول (17) النتائج الخاصة بتاثير الرفع التشغيلي على (ROE).

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.356624	1.153351	1.176245	0.2400
OPER_1	-0.026481	0.102979	-0.257152	0.7971
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.160809	Mean dependent var		1.310734
Adjusted R-squared	0.083626	S.D. dependent var		30.44053
S.E. of regression	29.13993	Akaike info criterion		9.663833
Sum squared resid	507783.1	Schwarz criterion		10.04771
Log likelihood	-3104.073	Hannan-Quinn criter.		9.812687
F-statistic	2.083476	Durbin-Watson stat		1.869799
Prob(F-statistic)	0.000018			

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

يتضح من الجدول رقم (17) أن قيمة الاحصائي (T) بلغت −0.25 وهي ليست ذات دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) فأقل، وعليه فإننا نقبل الفرضية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو ذلالة إحصائية للرفع التشغيلي على ROE، وبين كذلك الجدول أن قيمة (R^2) بلغت 0.16 من التباين في المتغير التابع (ROE)، وهذا يشير الى ان الرفع التشغيلي يفسر ما نسبته 16% من العائد على حقوق الملكية وان 0.84 من التباين في العائد على حقوق الملكية مفسرة من خلال عوامل اخرى غير محددة في الدراسة الحالية. كذلك فان قيمة معامل درين واطسن بلغت 1.86 وهي قيمة مقبولة ومناسبة، وهذا ما يبينه الشكل رقم (4) والشكل رقم (8) إذ أن هناك علاقة عكسية وإن كانت بسيطة ما بين الرفع التشغيلي والعائد على الملكية (ROE) ما بين السنوات 2008−2011 ويمكن تفسير هذه العلاقة من خلال التذبذب في نتائج أعمال الشركات الصناعية خلال فترة الدراسة 2000−2011 وذلك بالرجوع إلى جدول المبيعات رقم (29) في الملاحق.

طابقت تلك النتيجة مع ما جاء في دراسة (Achchuthan ، Jasinthan ، 2012) حيث أكدت عـدم وجـود أثـر دال إحصـائياً مـا بـين الرفـع التشـغيلي و (ROE)، بينمـا كانـت نتـائج دراسـة (نوفل،آخرون،2012) ودراسة (Saleem,Etal, 2013) مخالفة لنتائج هذه الدراسة حيث وضحت هذه الدراسات وجود أثر ذو دلالة احصائياً بين الرفع التشغيلي و (ROE).

أ. **الفرضـية الفرعيـة الرابعـة Ho4c:** لا يوجد أثر ذو دلالـة احصـائية عند مستوى دلالـة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع التشغيلي على حصة السهم من الأرباح (EPS).

الجدول (18) النتائج الخاصة بتاثير الرفع التشغيلي على (EPS).

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.115105	0.012001	9.591588	0.0000
OPER_1	-0.000228	0.001071	-0.212759	0.8316
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.425845	Mean dependent var		0.114709
Adjusted R-squared	0.373038	S.D. dependent var		0.382920
S.E. of regression	0.303200	Akaike info criterion		0.532888
Sum squared resid	54.97421	Schwarz criterion		0.916762
Log likelihood	-118.2543	Hannan-Quinn criter.		0.681742
F-statistic	8.064204	Durbin-Watson stat		1.116775
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : إعداد الباحثة من خلال برنامج (E-views) .

يتضـح مـن الجـدول رقـم (18) أن قيمـة الاحصـائي (T) بلغـت −0.21 وهـي ليسـت ذات دلالـة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) فأقل، وعليه فإننا نقبل الفرضية التي تنص على أنـه لا يوجد أثر ذو ذلالة إحصائية للرفع التشغيلي على (EPS) ، وبين كذلك الجدول أن قيمة (R^2) بلغت 42% من التباين في المتغير التابع (EPS)، وهذا يشير الى ان الرفع التشغيلي يفسر ما نسبته 42% من حصة السهم من الأربـاح وان 58% من التبـاين فـي حصـة السـهم مـن الأربـاح مفسرة مـن خـلال عوامل اخرى غيـر محددة في الدراسة الحالية، كما ان اتجاه التأثير العائد على الاصول تشير الى تاثير سلبي بينهما. كذلك فان قيمة معامل درين واطسن بلغت 1.11 وهي قيمة مقبولة ومناسبة، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية

ذلك بسبب ثبات عدد الأسهم الواردة في حقوق الملكية ، وعند فحص أثر الرفع التشغيلي مع العائد على الملكية (ROE) كانت بدون أثر ذو دلالة احصائية فمن المتوقع أن يكون الأثر للرفع التشغيلي مع نصيب السهم من الربح (EPS) بدون أثر ذو دلالة احصائية وهو ما حصل فعلاً ، أي أن الرفع التشغيلي لا يؤثر على نصيب السهم من الربح (EPS) ، وثبات درجة الرفع التشغيلي خلال فترة الدراسة 2000–2011 أدت إلى وجود مثل هذه العلاقة العدمية بمعنى أن الشركات الصناعية الأردنية لم تستطع خلال فترة الدراسة التأثير على هيكل تكاليفها المتغيرة والثابتة إذ يدل ذلك على عدم وجود استثمارات جديدة قامت بها الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة.

كانت نتائج دراسة (ناصر الدين، 2011) متوافقة مع نتائج هذه الدراسة حيث بينت عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على حصة السهم من الأرباح (EPS) ، بينما دراسة (نوفل،آخرون،2012) جاءت مخالفة لنتائج هذه الدراسة حيث وضحت هذه الدراسة وجود أثر ذو دلالة احصائياً بين الرفع التشغيلي و (EPS).

5.4 قبول الفرضيات ورفضها Summury Of Resutls Accepted and rejected :

سيتم إيجاز الفرضيات المقبولة والمرفوضة في الجدول رقم (19) على النحو التالي:

جدول رقم (19) قبول الفرضيات ورفضها.

No.	الفرضية	نتيجة الفرض العدمي
Ho1	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع المالي على المخاطر.	قبول
Ho2	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع التشغيلي على المخاطر.	قبول
Ho3a	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع المالي على العائد على الاصول(ROA).	رفض
Ho3b	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع المالي على العائد على الملكية (ROE).	رفض
Ho3c	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع المالي على العائد على حصة السهم من الارباح (EPS).	رفض
Ho4a	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع التشغيلي على العائد على الاصول (ROA)	قبول
Ho4b	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع المالي على العائد على الملكية (ROE).	قبول
Ho4c	لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للرفع التشغيلي على العائد على حصة السهم من الارباح (EPS).	قبول

المصدر : إعداد الباحثة .

6.4 الإستنتاجات Conclusions : توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من الإستنتاجات وهي :

1. أظهرت النتائج عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع المالي على المخاطر النظامية، ويعزى ذلك إلى أن الشركات الصناعية الأردنية لم تستخدم الرفع المالي بشكل كبير، فقد كانت درجة تمويل الأصول الثابتة بأموال الغير 12.5% والباقي 87.5% هي تمويل بأموال الملكية لذلك لم يكن هناك تأثير للرفع المالي على المخاطر النظامية كون الشركات الصناعية لم تستخدم الديون بشكل كبير، وثبات درجة الرفع المالي إلى حد ما يدل ذلك على العقلانية الشركات الصناعية الأردنية في استخدام أموال الإقتراض بمعنى عدم وجود مخاطر ذات أثر على اتخاذ القرار في الشركات الصناعية ويبقى اتخاذ القرار منوطاً لحملة الأسهم العادية ، وهذا يدل على تحفظ وعدم رغبة الشركات الصناعية عينة الدراسة في استخدام أموال الغير في تمويل عملياتها التشغيلية والتمويلية للإبتعاد عن المخاطر

2. أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) للرفع التشغيلي على المخاطر النظامية، إذ تم قياس الرفع التشغيلي من خلال نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وكانت القيم خلال فترة الدراسة تكاد تكون ثابتة، وأن نسبة تمويل الأصول الثابتة بأموال الملكية بلغت 87.5% وهي تدل على درجة كبيرة من الإستقرار وبالتالي تكون العلاقة ما بين الرفع التشغيلي والمخاطر النظامية غير موجودة أصلاً بناءاً على هذه المعطيات، كذلك من الطبيعي عدم وجود أثر أو علاقة ما بين الرفع التشغيلي والمخاطر النظامية حيث أن الرفع التشغيلي يتأثر بالعوامل الداخلية التي تتعلق بطبيعة القطاع قيد الدراسة (القطاع الصناعي الأردني) أي أن المخاطر المتعلقة بالرفع التشغيلي تكون ناجمة عن الطلب على المنتجات والتطور التكنولوجي ومستوى الأسعار والتي تسمى بالمخاطر الغير نظامية أو مخاطر التنويع أو مخاطر الشركة إذ أن مخاطر الأعمال هي أحد فروع المخاطر اللانظامية في الأساس، أما

المخاطر النظامية فهي ناتجة عن عوامل متعلقة بالإقتصاد ككل وتؤثر على كل القطاعات في السوق ، كذلك العمليات التشغيلية ترتبط باستثمارات طويلة أو متوسطة الأجل وبالتالي يكون تأثير المخاطر أقل ما يمكن، إذ يتبين أن الشركات الصناعية الأردنية تفضل استخدام أموال الملكية في تمويل عملياتها ولا تفضل أخذ المخاطرة وتتجنب المتاجرة بأموال الغير وهذا يجعلها بعيدة عن المخاطرة .

3. أظهرت النتائج وجود أثر للرفع المالي على (ROA) عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) وأن العلاقة عكسية بينهما ويُعزى ذلك إلى آثار الأزمة العالمية وأثر هذه الأزمة على الشركات الصناعية وهذا يكون واضح بشكل كبير عند تقييم مخازن آخر المدة إضافة إلى فترات الركود التي تأثرت بها الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة.

4. أظهرت النتائج وجود أثر للرفع المالي على (ROE) عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$)، وأن ما ينطبق على أثر الرفع المالي مع العائد على الأصول (ROA) ينطبق على العائد على حقوق الملكية (ROE) ويُلاحظ هنا أن الأثر العكسي للرفع المالي مع العائد على حقوق الملكية (ROE)، ويتبين أيضاً أن تكاليف الرفع المالي أكبر من العائد على الأصول حيث انعكس ذلك على سلباً على حقوق الملكية ومنها يُستنتج أن استخدام أموال الغير لم يكن ذو فائدة على الشركة للفترة بين 2005–2011 مع العلم أنه في بداية سنوات الدراسة من 2000–2004 كانت القيم مستقرة ، من الممكن تفسير ذلك بإحجام القطاع المالي الذي يتمثل بالبنوك على تشجيع الإقراض للقطاع الصناعي أو العمل على رفع تكلفة الديون.

5. أظهرت النتائج وجود تأثير للرفع المالي على (EPS) عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، كما ان اتجاه العلاقة بين المتغيرين سالب، وتفسير ذلك أن الفترة 2008–2011 كانت الشركات الصناعية الأردنية تعاني من انخفاض الأرباح التشغيلية مما أدى إلى لجوء الشركات الصناعية الأردنية إلى

الإقتراض وهو ما فسرته زيادة نسبة الرفع المالي، وقد يكون ذلك من ضعف القرارت المالية الإدارية أو من تأثر الشركات الصناعية بالأزمة المالية التي أدت إلى الركود في السوق الأردني.

6. أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر ذو ذلالة إحصائية للرفع التشغيلي على (ROA) عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، كما ان اتجاه التأثير العائد على الاصول تشير الى تأثير سلبي بينهما ويتضح أن درجة الرفع التشغيلي هي قيم تكاد تكون ثابتة، ويُفسر ذلك بأن الشركات تبيع المنتجات بأسعار قريبة من التكلفة أي بالكاد تستطيع أن تغطي التكاليف المتغيرة وجزء من التكاليف الثابتة ويعود السبب في ذلك أنه نتيجة انخفاض أسعار المواد الخام عالمياً للسنوات ما بين 2008-2011 أدى ذلك إلى انخفاض أسعار البيع ولأن الشركات لديها مخزون كبير من البضاعة بأسعار عالية أدى ذلك إلى انخفاض العائد مع بقاء درجة الرفع التشغيلي كما هي .

7. أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر ذو ذلالة إحصائية للرفع التشغيلي على (ROE) عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، إذ أن هناك علاقة عكسية وإن كانت بسيطة ما بين الرفع التشغيلي والعائد على الملكية (ROE) ما بين السنوات 2008-2011 ويمكن تفسير هذه العلاقة من خلال التذبذب في نتائج أعمال الشركات الصناعية عينة الدراسة.

8. أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر ذو ذلالة إحصائية للرفع التشغيلي على (EPS) عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية ذلك بسبب ثبات عدد الأسهم الواردة في حقوق الملكية، وثبات درجة الرفع التشغيلي خلال فترة الدراسة أدت إلى وجود مثل هذه العلاقة العدمية بمعنى أن الشركات الصناعية الأردنية لم تستطع خلال فترة الدراسة التأثير على هيكل تكاليفها المتغيرة والثابتة إذ يدل ذلك على عدم وجود استثمارات جديدة قامت بها الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة.

7.4 التوصياتRecommendations

1. أظهرت النتائج وجود استخدام غير جيد للأموال من قبل الشركات الصناعية الأردنية، لذلك توصي الباحثة أن يكون متخذو القرار من ذوي الكفاءة في الإدارة المالية لإدارة الشركة بطريقة صحيحة لتحقيق الأهداف المخطط لها والتغلب على مشاكل من الممكن تجنبها .
2. بما أن الشركات الصناعية الأردنية لم تستخدم الديون في هيكل التمويل لديها بنسبة لم تتعدى 12.5% توصي الباحثة الشركات الصناعية بالبحث عن فرص استثمارية جديدة لاستغلال ما يمكن ان يتوفر من تمويل طويل الأجل عن طريق الغير، والإستفادة من مزايا الرفع المالي.
3. مما يتضح من النتائج أن هناك خسائر تتعرض لها الشركات نتيجة تعرض مخزون آخر المدة لخسائر كبيرة أدت إلى تقيمه بأقل من قيمته السوقية جرّاء الكساد العالمي بناءاً عليه توصي الباحثة بعدم تكديس بضائع بكميات كبيرة في المخزون حتى لا تتعرض لمثل هذه الخسائر وأن يتم بناء المخزون في ظروف تنخفض فيها درجة عدم التأكد.
4. تبين من خلال النتائج أن الشركات لم تقم بإستثمارات جديدة الأمر الذي نتج عنه عدم زيادة في حصة السهم من الأرباح (EPS) لذلك توصي الدراسة الشركات الصناعية بزيادة استثماراتها بمعنى تغير هيكل تكلفة السلعة المنتجة والبحث عن أسواق جديدة لزيادة مبيعاتها لمحاولة تخفيض نصيب الوحدة الواحدة من التكلفة الثابتة والتطلع إلى توسيع نطاق عملها لزيادة فرصة النمو وبالتالي زيادة حصة السهم من الأرباح (EPS) وهذا ما يطمح له الملاك.
5. من خلال الإطلاع على الدراسات السابقة ووجود الكثير من الدراسات التي بحثت في موضوع الرفع والعائد المتحقق، توصي الدراسة الباحثين والمحللين بإجراء دراسات متعلقة بمعدل العائد المطلوب بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ودراسة العلاقة مع الرفع المالي والتشغيلي لتقييم المشاريع الإستمارية بطريقة صحيحة في ظل السيطرة على الهيكل التمويلي للشركات، لقلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في السوق الأردني .

المراجع : References

المراجع العربية:

1. أبو فرحة، حنان عبدالله ،(2001) ،"**العلاقة بين المخاطر النظامية وكل من الرفع المالي والرفع التشغيلي دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان**"، مجلة دراسات الجامعة الاردنية، مج 12 ، ع 12، عمان ، الاردن .
2. ارشيد، عبد المعطي، حسني خربوش، (2010)، "**أساسيات الإدارة المالية**"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن .
3. الآغا، بسام، (2005) ،" **أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين** " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، فلسطين .
4. الجمّال، زكريا، (2012)،" **اختبار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية ، ع 21 ، ص ص 266– 285 .
5. الحمدوني، إلياس، فائز الصبيحي ، (2012) ، " **العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الاسهم دراسة في عينة من الشركات الاردنية المساهمة للفترة 2005–2009** "، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية ، مج 4 ، ع 8 ، ص ص 147–169 .
6. الخلايلة، محمود ، (2002) ،" **العلاقة بين مقاييس الرفع التشغيلي المختلفة وأثر الرفع التشغيلي على مستويات الرفع المالي** " ، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات ، مج 17 ، ع 7 ، ص ص 95–115 .
7. الراوي، عادل ، محمد حميد ،(2012) ، " **أهمية الرافعة التشغيلية والمالية في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية دراسة تطبيقية** "، مجلة جامعة الأنبار للعلوم للإقتصادية والإدارية ، مج 4، ع 9، ص ص 305– 325 .

8. الزبيدي، حمزة، (2004) ، "**الإدارة المالية المتقدمة**"، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.

9. السبيعي ، بداح ، (2012)، " **العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية** "، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط ، عمّان ، الأردن.

10. آل شبيب، دريد، (2007)، "**مقدمة في الإدارة المعاصرة**"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمّان ، الأردن .

11. الشطني، أيمن، زهير الدرب، عامر عبدالله، (2010)، "**مقدمة في الإدارة والتحليل المالي**"، دار البداية ناشرون وموزعون، عمّان ، الأردن .

12. العامري، محمد، (2010) ، " **الإدارة المالية المتقدمة**"، ط1 ، إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.

13. القضاة، خالد، (2012)، " **تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمخاطر على قيمة الشركات: حالة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية** " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة اليرموك ، إربد ، الأردن .

14. المحفظة الوطنية للأوراق المالية، (2009) ، قسم الدراسات والأبحاث ، بحث بعنوان " **إدارة المخاطر في بورصة عمّان** "، عمّان ، الأردن .

15. النعيمي ، عدنان، وآخرون، (2007)،"**الإدارة المالية النظرية والتطبيق**"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن .

16. النعيمي، عدنان، ارشيد التميمي، (2009) ، "**الإدارة المالية المتقدمة**"، ط1، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمّان ، الأردن.

17. النويران، زياد سليمان، (2007) ،" **أثر استخدام الرفع المالي على العائد على حقوق الملكية والمخاطر النظامية دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الاردنية المساهمة العامة المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية (2001-2005)** "، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات المالية والادارية العليا قسم التمويل، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن .

18. تيّم، فايز، (2009)، "**الإدارة المالية**"، ط1، مطابع الدستور التجارية، عمّان، الأردن .

19. حداد، فايز، (2007),"**الادارة المالية**" ، ط 1 ، مطابع الدستور التجارية، عمان ، الأردن .

20. خصاونة ، محمد، (2011)، "**أساسيات الإدارة المالية**"، ط1، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمّان، الأردن.

21. دراغمة ، زهران ، (2008) ، "**أثر النمو والحجم ودرجة الرفع المالي على المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية من النشاطات التشغيلية والأرباح المحاسبية ، دليل من الأردن – قطاع الصناعة** " ، المجلة العربية للعلوم الإدارية ، مج 15، ع 3 ، ص ص 375-396 .

22. شلاش، سليمان، علي البقوم، سالم عون ، (2006)، "**العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 - 2001)**"، مجلة المنارة، مج 14، ع 1 ، ص ص 48- 81.

23. صافي، وليد أحمد ، شقيري موسى، (2009)،"**الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1999- 2006** "، مجلة كلية بغداد للعلوم للادارية، مج 21 ، ص ص 176-153.

24. طعيمة، حسن، إيمان حنشوش، (2009)، "**طرق الإحصاء الوصفي**"، ط1 ، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمّان ، الأردن .

25. عبد الرحيم، عاطف ، (2008)، "**أساسيات التمويل والإدارة المالية**" ، ط1، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر .

26. عباس، علي ، (2008)، "**الإدارة المالية**"، ط1 ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن.

27. عفانة، محمد، (2012) ،"**أثر الإستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المصرفي على الأداء التشغيلي والمالي للبنوك التجارية**" ، دراسة دكتوراه غير منشورة ، جامعة عمّان العربية ، عمّان، الأردن.

28. عقل ، مفلح ،(1995)، **"الإدارة المالية والتحليل المالي "**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية ، عمان ، الأردن .

29. غنيم، أحمد، (2008)، " **الإدارة المالية** "، المكتبة العصرية للنشر والتوزريع ، جمهورية مصر العربية.

30. محمد، منير، اسماعيل اسماعيل ، عبد الناصر نور ، (2005)، "**التحليل المالي مدخل صناعة القرارات**" ، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن .

31. مصطفى ، نهاد ، طارق الشهاوي ، (2012)، "**الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**" ، ط1، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، مصر .

32. مطر، محمد، (2010)، "**الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني** "، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن .

33. معجم طلال أبو غزالة للمحاسبة والأعمال، (2010)، ط2 ، مجموعة طلال ابو غزالة للمطبوعات والنشر ، عمان ، الأردن .

34. موسى ، شقيري ، وليد صافي ، (2009) ، " **قياس كفاءة سوق عمّان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطرة ، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية** " ، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة ، ع 19 ، ص ص 1−30.

35. ناصر الدين، محمد، (2011)، " **أثر كل من الرافعتين التشغيلية والمالية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة العالمة الأردنية المدرجة في بورصة عمّان** "، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط ، عمّان ، الأردن .

36. نصيرات، نسيبة، (2012) ، " **أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة ، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمّان** " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة اليرموك ، إربد ، الأردن .

37. نوفل، موسى ، وآخرون، (2012)، " **تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية باستخدام معدل العائد للفترة من 1997 – 2007**" ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، مج 20 ، ع 2، ص ص 211 – 244 .

38. يوسف، دانة، (2008)، "**تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمّان المالي**" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ، عمّان ، الأردن.

English References :

1. Abu Kishik, A., (2010), **“ Impact Financial Leverage On Capital Investment: Case Of Jordanian Industrial Firms For The Period 2002-2008 “** , Unpublished Master Thesis , Yamouk University , Irbid , Jordan .

2. Achchuthan , S. , Jasinthan , T.,(2012), **” Impact of Financial, Operating Leverage on the Financial Performance: Special Reference to Lanka Orix Leasing Company Plc in Sri-Lanka “** , International Journal of Engineering Sciences Paradigms and Researches , Vol. 01, No.1 , PP 118- 127.

3. Aivazian, V., Ge, Y., Qiu, J., (2005) ,**” The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence “**,Journal of Corporate Finance, Vol.11 ,PP 277– 291.

4. AL-Qudah, A., Laham, M. ,(2013), **“The Effect of Financial Leverage & Systematic Risk on Stock Returns in the Amman Stock Exchange (Analytical Study – Industrial Sector) “**,Research Journal of Finance and Accounting , Vol.4, No.6 ,PP 136 -145.

5. Al-Mwalla, M., (2012),**” The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: The Case of Jordan”**, International Research Journal of Finance and Economics, No. 85, PP.147-155.

6. Al Taleb, G., (2012), **” Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study “**, Interdisciplinary Journal of Contemporary research in business , Vol. 3 , No.10 , PP 234- 243 .

7. Bhayani, S., (2009), **“Impact of Financial Leverage on Cost of Capital and Valuation of Firm: A Study of Indian Cement Industry “** , Paradigm Journal , Vol.13 , No. 2 , PP 43-50 .

8. Bodie, Z. , Kane, A.,Marcus, A., (2001), **“Essentials of Investments”** , New York: Mcgraw-Hill., 4th edi .

9. Brealey, R., Myers ,S. ,Allen, F. ,2003, **“Principles of Corporate Finance”** 7th Edition , McGraw Hill Higher Education, New York , USA.

10. Brigham ,E., Ehrhardt, M. , (2005) ,**”Financial Management”** , Thomson south western publishers ,New york 11th edition .

11. Brigham ,E., Ehrhardt, M. , (2011), “**Financial Management , Theory and Practice “**, 13th Edi, South Western –Cengage Learning Press , USA.

12. Brigham, E., Weston, J., (1990), **“essentials of managerial finance”** , Dryden Press.

13. Brooks , C., (2008) , **“ Introductory Econometrics For Finance “**, Second Ed, Cambridge University Press .

14. Byoun , S., Kim, J., Yoo , S., (2013) , **“Risk Management with Leverage: Evidence from Project Finance “**, Journal of Financial and Quantitative Analysis , Vol. 48, No.2, PP 549-577 .

15. Fayyoumi, N., Al-Debie, M., (2003), **“ The Relationship Between Volatility Persistence and Financial Leverage in Amman Stock Exchange**” , Dirasat Administrative Science , Vol.30 , No.2 , PP 417 -423 .

16. Faff, R., Brooks, R., Kee,Y., (2002), **“New Evidence On the Impact Of Financial Leverage On Beta Risk : A Time Series Approach “**,The North American Journal of Economics and Finance, Vol. 13, No.1, PP 1-20 .

17. Gahlon, J., Gentry, J.,(1982), **“On the Relationship Between Systematic Risk and the Degrees of Operating and Financial Leverage”**, Financial Management Journal ,Summer, .

18. Gill, A., Obradovich, J., (2012), **” The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms”** International Research Journal of Finance and Economics , No .91 , PP 46-56 .

19. Gitman ,L. ,Michael & Chad J.Zutter ,(2012) ,**”Principle of Managerial finance “**, Person ,Publishers, New york , 13th edition, P450 .

20. Gritta, R., Adams, B., Adrangi, B., (2003), **“An Analysis of the Effects of Operating and Financial Leverage on the Major U.S. Air Carriers’ Rates of Return: 1990-2003 “**,Transportation Law Journal, Vol. 30, No.3, PP 51 – 66.

21. Guthrie, G., (2011), **“A note on operating leverage and expected rates of return”**, Finance Research Letters, Vol.8, PP. 88-100.

22. Gomes Joao F . & Luakas schmid , 2010 ,**” Levered Returns”** , The Journal of finance , vol. lxv , no 2, p 467 – 494

23. Hamada, R., (1972), **“The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks”**, The Journal of Finance ,Vol. 27, No. 2, PP 435-452.

24. Hansen , B., (2014) , **" Econometrics "** , University Of Wisconsin Press – Department of Economics .

25. Jones, S., Yeoman, J., (2012), "**Bias in estimating the systematic risk of extreme performers: Implications for financial analysis, the leverage effect, and long-run reversals**", Journal of Corporate Finance, Vol. 18, PP. 1-21 .

26. Javed, Muhammad Usman, (2012) , **" Impact Of Financial Leverage On Dividend Policy : Case Of Karachi Stock Exchange 30 Index "** , Journal of Contemporary Issues in Business Research (JCIBR) , Vol.1 , No.1 , PP 28-32.

27. Korotkikh, K., (2012), **"The Effect Of Financial Leverage On Firm Value: Evidence From Netherlands "**, Unpublished Master Thesis, University Of Twente, Enschede, Holland .

28. Lev, B., (1974), **"On the Association Between Operating Leverage and Risk"**, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press Vol. 9, No. 4, PP. 627-641.

29. Loof, H., (2004) , **"Dynamic optimal capital structure and technical change "** , Structural Change and Economic Dynamics Journal , Vol. 15 , PP 449- 468 .

30. Lundholm, R .,George Serafeim ,Gwen Yu,(2012) ,**" The contribution of financing activity to profitability"**, Harvard Business School Accounting & Management Unit, Working Paper No. 2113557 .

31. Mandelker, G. and Rhee, G., (1984), **"The Impact Of The Degree Of Operating and financial Leverage on systematic Risk Of Common Stock"**, Journal Of Financial And Quantitative , Vol. 19, No. 1, PP. 15-24.

32. Moyer, C, McGuigan, J., Rao, R., (2006), **"Fundamentals of Contemporary Financial Management"** , Thompson South-Western College Publication , Second Edition .

33. Mseddi , S., Abid, F., (2010) , **"The Impact of Operating and Financial Leverages and Intrinsic Business Risk on Firm Value"** , International Research Journal of Finance and Economics , No. 44 , PP 134- 148 .

34. Negi, P., Sankpal , S., Mathur, G., Vaswani, N., (2012) ,” **Impact of Financial Leverage on the Payoffs to Stockholders and Market Value “**,The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, Vol.5, No. 1, PP 35 -46 .

35. Omet, G., & Al-Debi’e, M , (2000) **“ The Association Between Systematic Risk and Debt-to-Equity Ratio in Amman Financial Market”** , Dirasat, Administrative Science, Vol. 27, No 2 , PP 461-466.

36. Pachori, S., Totala, N., (2012) ,” **Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur, (M.P.), India “** , 2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics , Singapore April 28-29 , PP 23 – 26 .

37. Rayan, K., (2008), **“ Financial Leverage and Firm Value”**, Unpublished Master Thesis, University Of Pretoria , Johannesburg , South Africa .

38. Ross, S., Westerfield , R., Jordan , B., (2003), **“ Fundamentals Of Corporate Finance “**, McGraw-Hill , 6th Ed .

39. Rose, P., (2000) , **“ Money and Capital Markets “**, 7th Edi , McGraw-Hill , USA.

40. Saini, Rajni ,(2012), **“ Impact Of Financial Leverage On Shareholders Return and Market Cpitalization : Empirical Evidence Of Telecommunication Sector Companies , India “** , International Journal of Research in IT, Management and Engineering , Vol.2 , No.12, PP 55- 66 .

41. Saleem, Q. , Rahman, R., Sultana, N., **“Leverage (Financial and Operating) Impact on profitability of oil and gas sector of SAARC Countries”** , American Based Research Journal , Vol. 1-3 .PP 29- 56 .

42. Saunders, A., Cornett, M., (2008), **“ Financial Institutions Management – Risk Management Approach “** , 6th Edi, McGraw-Hill , USA.

43. Shah, A., (2010), **“Impact of Judicial Efficiency on leverage and Debt-Maturity Structure”**, Unpublished Master Thesis, Mohammad Ali Jinnah University, Islamabad, Pakistan.

44. Shubiri, F., (2010), **“ Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies “** , Najah University Journal Of Research (Humanities) , Vol. 24 , No. 8 , PP 57-94 .

45. Singapurwoko, A., El-Wahid, M., (2011), **“The Impact of Financial Leverage to Profitability Study of Non-Financial Companies Listed in Indonesia Stock Exchange”**, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, No. 32 , PP. 136-148 .

46. Thompson, D., (1976) , **“Sources of Systematic Risk in Common Stocks”**, The Journal of Business , The University of Chicago Press Vol. 49, No. 2 , PP. 173-188.

التقارير والنشرات:

1. التقارير والنشرات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2000–2011) .

2. التقارير السنوية، والنشرات الاحصائية الشهرية لدائرة الأبحاث الصادرة عن البنك المركزي الأردني للفترة (2000–2001) .

3. التقارير السنوية الصادرة من الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة .

المواقع الإلكترونية :

- http://www.ase.com.jo. بورصة عمّان للأوراق المالية
- http://www.jci.org.jo/jci/ar/tabid/89 غرفة صناعة الأردن
- http://kalyan-city.blogspot.com/2012/01/types-of-risk-systematic-and.html المخاطر وأنواعها

الملاحق

الجدول (20)، أسماء الشركات الصناعية عينة الدراسة وعددها (55) شركة .

الرقم	إسم الشركة	الرقم	إسم الشركة	الرقم	إسم الشركة	الرقم	إسم الشركة
1	الانتاج	15	الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن	29	الاستثمارات العامة	43	العامة للتعدين
2	المتصدرة للأعمال والمشاريع/مصانع المنظفات الكيماوية العربية	16	العربية للصناعات الكهربائية	30	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	44	العربية لصناعة الالمنيوم/ارال
3	الصناعات الكيماوية الاردنية	17	الاردنية لصناعة الأنابيب	31	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	45	الوطنية لصناعة الصلب
4	العالمية للصناعات الكيماوية	18	الجنوب لصناعة الفلاتر	32	الوطنية للدواجن	46	مناجم الفوسفات الاردنية
5	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	19	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	33	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	47	مصانع الاسمنت الأردنية
6	السلفوكيماويات الأردنية	20	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	34	دار الغذاء	48	البوتاس العربية
7	الوطنية لصناعة الكلورين	21	رم علاء الدين للصناعات الهندسية	35	أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	49	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
8	الموارد الصناعية الأردنية	22	العربية لصناعة المواسير المعدنية	36	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	50	حديد الأردن
9	المتكاملة للمشاريع المتعددة	23	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	37	مصانع الخزف الأردنية	51	الوطنية لصناعات الالمنيوم
10	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	24	الآلبان الأردنية	38	الدولية للصناعات الخزفية	52	الدولية لصناعات السيليكا
11	شركة الترافرتين	25	المركز العربي للصناعات الدوائية	39	الدباغة الاردنية	53	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
12	العربية للمشاريع الاستثمارية	26	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	40	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	54	دار الدواء للتنمية والاستثمار
13	مصانع الورق والكرتون الأردنية	27	الاقبال للطباعة والتغليف	41	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	55	الاتحاد للصناعات المتطورة
14	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	28	الإقبال للاستثمار	42	مصانع الآجواخ الاردنية		

المصدر: بورصة عمّان للأوراق المالية .

الجدول رقم (21) الرفع المالي لشركات عينة الدراسة للفترة 2000-2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1	Chemical	0.319	0.462	0.305	0.281	0.333	0.592	0.430	0.750	0.716	0.720	0.608	0.619
المتصدرة للأعمال والمشاريع/مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		0.544	0.500	0.510	0.464	0.414	0.570	0.300	0.203	0.166	0.199	0.173	0.161
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		0.574	0.404	0.356	0.378	0.327	0.268	0.214	0.154	0.135	0.142	0.159	0.230
العالمية للصناعات الكيماوية	4		0.136	0.095	0.080	0.089	0.108	0.093	0.089	0.123	0.143	0.175	0.270	0.228
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		0.055	0.038	0.038	0.049	0.079	0.104	0.073	0.077	0.225	0.129	0.309	0.192
السلفوكيماويات الأردنية	6		0.418	0.412	0.472	0.487	0.503	0.522	0.439	0.752	0.600	0.574	0.554	0.530
الوطنية لصناعة الكلورين	7		0.138	0.117	0.086	0.077	0.092	0.096	0.135	0.215	0.328	0.394	0.172	0.190
الموارد الصناعية الأردنية	8		0.156	0.238	0.176	0.384	0.224	0.231	0.173	0.411	0.528	0.578	0.488	0.451
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		0.608	0.606	0.605	0.625	0.533	0.448	0.405	0.761	0.242	0.263	0.288	0.187
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	0.374	0.331	0.319	0.361	0.284	0.308	0.376	0.501	0.421	0.389	0.435	0.390
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		0.915	0.809	0.763	0.837	0.648	0.674	0.658	0.666	0.481	0.395	0.389	0.487
العربية للصناعات الكهربائية	12		0.274	0.270	0.315	0.347	0.347	0.196	0.177	0.195	0.267	0.245	0.339	0.331
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	0.226	0.369	0.442	0.443	0.239	0.257	0.331	0.241	0.272	0.204	0.313	0.247
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		0.575	0.354	0.305	0.335	0.439	0.403	0.384	0.456	0.521	0.570	0.578	0.458
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		0.166	0.195	0.197	0.218	0.312	0.257	0.304	0.246	0.242	0.245	0.682	0.587
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		0.459	0.439	0.387	0.288	0.515	0.436	0.410	0.483	0.484	0.509	0.432	0.375
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		0.752	0.791	0.744	0.748	0.657	0.610	0.713	0.520	0.451	0.408	0.418	0.400
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		0.154	0.162	0.145	0.194	0.184	0.090	0.210	0.188	0.158	0.089	0.244	0.151
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	0.770	0.945	0.938	0.888	0.765	0.597	0.480	0.551	0.468	0.534	0.351	0.025

الألبان الأردنية	20		0.202	0.152	0.153	0.166	0.224	0.537	0.265	0.267	0.283	0.229	0.264	0.271
الاستثمارات العامة	21		0.086	0.082	0.087	0.090	0.094	0.085	0.077	0.083	0.075	0.090	0.060	0.060
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		2.275	1.795	1.081	0.836	0.610	0.212	0.302	0.251	0.677	0.598	0.577	0.652
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		0.271	0.071	0.279	0.146	0.194	0.076	0.079	0.081	0.075	0.125	0.138	0.157
الوطنية للدواجن	24		0.305	0.175	0.177	0.254	0.273	0.168	0.076	0.131	0.162	0.130	0.225	0.399
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		0.005	0.012	0.004	0.013	0.008	0.017	0.008	0.009	0.017	0.023	0.018	0.017
دار الغذاء	26		0.667	0.532	0.493	0.436	0.342	0.321	0.414	0.528	0.330	0.606	0.533	0.453
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		0.562	0.481	0.406	0.331	0.331	0.281	0.200	0.477	0.426	0.384	0.346	0.290
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		0.474	0.504	0.689	0.672	0.675	0.664	0.616	0.677	0.620	0.552	0.579	0.593
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	0.326	0.246	0.224	0.190	0.150	0.155	0.164	0.128	0.111	0.114	0.100	0.159
الدولية للصناعات الخزفية	30		0.266	0.193	0.203	0.194	0.245	0.271	0.247	0.342	0.401	0.423	0.538	0.626
العامة للتعدين	31	Mining	0.116	0.122	0.158	0.122	0.151	0.129	0.146	0.130	0.156	0.112	0.123	0.141
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		0.287	0.298	0.240	0.317	0.326	0.352	0.235	0.355	0.208	0.143	0.166	0.162
الوطنية لصناعة الصلب	33		0.743	0.657	0.752	0.745	0.497	0.254	0.281	0.002	0.002	0.002	0.003	0.002
مناجم الفوسفات الاردنية	34		0.257	0.184	0.177	0.243	0.392	0.517	0.561	0.594	0.610	0.659	0.687	0.772
مصانع الاسمنت الأردنية	35		0.363	0.348	0.337	0.329	0.355	0.299	0.219	0.212	0.253	0.309	0.358	0.375
البوتاس العربية	36		0.170	0.187	0.192	0.265	0.284	0.331	0.378	0.373	0.345	0.331	0.304	0.296
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		0.703	0.542	0.426	0.278	0.254	0.132	0.105	0.059	0.034	0.051	0.113	0.057
حديد الأردن	38		0.425	0.476	0.422	0.445	0.197	0.123	0.415	0.208	0.254	0.364	0.292	0.171
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		0.278	0.301	0.329	0.393	0.330	0.242	0.324	0.254	0.216	0.116	0.112	0.109
الدولية لصناعات السيليكا	40		0.060	0.047	0.046	0.086	0.041	0.029	0.057	0.043	0.029	0.032	0.079	0.041
شركة الترافرتين	41		0.046	0.027	0.083	0.114	0.124	0.177	0.131	0.060	0.106	0.044	0.029	0.006
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	0.540	0.679	0.645	0.490	0.233	0.258	0.745	0.884	0.757	0.536	0.478	0.549
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		0.571	0.558	0.484	0.492	0.469	0.418	0.314	0.197	0.244	0.255	0.329	0.281
اللؤلؤة لصناعة الورق	44		0.102	0.094	0.062	0.089	0.150	0.279	0.335	0.434	0.251	0.136	0.121	0.200

الصحي														
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	0.408	0.403	0.390	0.248	0.184	0.170	0.160	0.139	0.133	0.126	0.140	0.137
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		0.271	0.146	0.055	0.047	0.069	0.055	0.083	0.087	0.107	0.090	0.075	0.084
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		0.666	0.546	0.500	0.519	0.442	0.364	0.288	0.414	0.322	0.311	0.235	0.184
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	0.282	0.249	0.254	0.217	0.294	0.313	0.068	0.069	0.132	0.115	0.223	0.290
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		0.338	0.410	0.377	0.505	0.433	0.309	0.269	0.749	0.368	0.099	0.106	0.245
مصانع الآجواخ الاردنية	50	clothing	0.034	0.025	0.023	0.016	0.015	0.052	0.077	0.184	0.283	0.349	0.345	0.401
الدباغة الاردنية	51		0.224	0.260	0.361	0.337	0.194	0.172	0.133	0.087	0.073	0.083	0.083	0.132
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		0.475	0.323	0.331	0.301	0.386	0.266	0.096	0.058	0.134	0.091	0.123	0.113
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		0.598	0.579	0.541	0.532	0.466	0.353	0.332	0.562	0.398	0.422	0.477	0.468
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	0.164	0.465	0.536	0.551	0.469	0.476	0.306	0.346	0.275	0.365	0.302	0.441
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		0.434	0.406	0.399	0.471	0.399	0.391	0.236	0.331	0.352	0.418	0.342	0.450
Totals			21.61	20.11	19.10	18.97	17.30	16.00	15.05	17.30	16.07	15.60	16.22	16.02

الجدول رقم (22) الرفع التشغيلي لشركات عينة الدراسة للفترة 2000-2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1	Chemical	0.389	0.358	0.480	0.741	0.607	0.564	0.718	0.514	0.467	0.438	0.539	0.495
المتصدرة للأعمال والمشاريع/مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		0.182	0.165	0.140	0.083	0.011	0.068	0.172	0.128	0.145	0.145	0.111	0.118
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		0.324	0.203	0.175	0.187	0.198	0.218	0.175	0.185	0.186	0.232	0.257	0.283
العالمية للصناعات الكيماوية	4		0.130	0.120	0.114	0.108	0.105	0.095	0.097	0.100	0.100	0.103	0.098	0.121
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		0.592	0.545	0.632	0.596	0.607	0.578	0.574	0.719	0.604	0.661	0.667	0.807
السلفوكيماويات الأردنية	6		0.644	0.629	0.532	0.498	0.468	0.490	0.477	0.374	0.600	0.607	0.578	0.582
الوطنية لصناعة الكلورين	7		0.652	0.655	0.675	0.597	0.660	0.690	0.721	0.787	0.803	0.861	0.730	0.787
الموارد الصناعية الأردنية	8		0.417	0.293	0.326	0.530	0.534	0.570	0.070	0.207	0.214	0.435	0.499	0.516
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		0.256	0.257	0.269	0.265	0.160	0.147	0.154	0.193	0.395	0.405	0.369	0.390
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	0.381	0.328	0.331	0.315	0.335	0.248	0.263	0.306	0.350	0.348	0.324	0.357
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		0.357	0.287	0.217	0.214	0.183	0.189	0.182	0.124	0.205	0.255	0.280	0.255
العربية للصناعات الكهربائية	12		0.391	0.385	0.371	0.363	0.370	0.388	0.451	0.482	0.457	0.474	0.450	0.484
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	0.236	0.206	0.166	0.174	0.191	0.198	0.202	0.237	0.255	0.311	0.291	0.338
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		0.436	0.390	0.373	0.342	0.426	0.522	0.631	0.661	0.684	0.702	0.730	0.716
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		0.350	0.424	0.464	0.378	0.368	0.406	0.370	0.450	0.532	0.516	0.293	0.435
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		0.268	0.257	0.281	0.307	0.377	0.470	0.432	0.760	0.722	0.643	0.655	0.645
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		0.545	0.301	0.221	0.206	0.232	0.210	0.208	0.314	0.341	0.319	0.311	0.310
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		0.202	0.185	0.198	0.183	0.176	0.209	0.173	0.202	0.219	0.272	0.222	0.252
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	0.781	0.830	0.877	0.882	0.828	0.778	0.733	0.727	0.722	0.713	0.725	0.008
الآلبان الأردنية	20		0.444	0.448	0.464	0.473	0.519	0.552	0.478	0.339	0.190	0.194	0.243	0.281
الاستثمارات العامة	21		0.284	0.290	0.306	0.273	0.232	0.250	0.250	0.359	0.367	0.268	0.277	0.327
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		0.865	0.859	0.490	0.245	0.267	0.506	0.396	0.581	0.739	0.676	0.734	0.596
العالمية الحديثة للزيوت	23		0.120	0.151	0.128	0.175	0.184	0.236	0.264	0.294	0.377	0.396	0.420	0.403

النباتية														
الوطنية للدواجن	24		0.538	0.584	0.639	0.663	0.626	0.698	0.674	0.660	0.641	0.669	0.660	0.565
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		0.013	0.012	0.011	0.008	0.008	0.012	0.010	0.020	0.020	0.041	0.036	0.038
دار الغذاء	26		0.279	0.211	0.195	0.233	0.297	0.329	0.392	0.424	0.520	0.553	0.638	0.697
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		0.419	0.426	0.400	0.413	0.413	0.461	0.912	0.901	0.897	0.915	0.912	0.921
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		0.226	0.146	0.118	0.117	0.118	0.151	0.177	0.165	0.220	0.301	0.301	0.343
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	0.709	0.648	0.599	0.580	0.553	0.526	0.519	0.547	0.407	0.436	0.501	0.559
الدولية للصناعات الخزفية	30		0.410	0.417	0.397	0.394	0.422	0.441	0.458	0.534	0.463	0.507	0.460	0.542
العامة للتعدين	31	Mining	0.200	0.214	0.193	0.181	0.187	0.202	0.169	0.152	0.200	0.165	0.166	0.185
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		0.316	0.365	0.403	0.366	0.354	0.353	0.431	0.427	0.497	0.539	0.525	0.570
الوطنية لصناعة الصلب	33		0.509	0.425	0.289	0.268	0.318	0.445	0.283	0.007	0.008	0.007	0.007	0.004
مناجم الفوسفات الاردنية	34		0.393	0.374	0.200	0.163	0.249	0.263	0.295	0.307	0.345	0.357	0.394	0.402
مصانع الاسمنت الأردنية	35		0.648	0.664	0.559	0.600	0.563	0.519	0.445	0.501	0.646	0.692	0.671	0.654
البوتاس العربية	36		0.358	0.468	0.501	0.311	0.342	0.336	0.278	0.293	0.349	0.506	0.530	0.511
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		0.647	0.493	0.482	0.395	0.441	0.390	0.342	0.334	0.246	0.235	0.243	0.275
حديد الأردن	38		0.507	0.508	0.582	0.587	0.191	0.232	0.289	0.387	0.415	0.381	0.487	0.649
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		0.424	0.368	0.306	0.321	0.339	0.393	0.386	0.441	0.496	0.575	0.618	0.648
الدولية لصناعات السيليكا	40		0.553	0.578	0.608	0.595	0.655	0.686	0.727	0.798	0.802	0.835	0.875	0.743
شركة الترافرتين	41		0.437	0.456	0.493	0.516	0.521	0.550	0.608	0.687	0.808	0.843	0.530	0.012
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	0.591	0.498	0.104	0.091	0.630	0.691	0.778	0.655	0.604	0.413	0.559	0.609
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		0.677	0.730	0.744	0.738	0.776	0.731	0.698	0.640	0.673	0.578	0.570	0.666
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		0.346	0.352	0.326	0.354	0.384	0.528	0.503	0.429	0.527	0.373	0.460	0.597
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	0.134	0.128	0.131	0.117	0.111	0.117	0.119	0.126	0.132	0.138	0.150	0.161
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		0.192	0.213	0.254	0.290	0.294	0.313	0.286	0.314	0.311	0.320	0.309	0.243
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		0.454	0.411	0.473	0.481	0.474	0.483	0.539	0.663	0.695	0.732	0.749	0.768
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	0.388	0.434	0.463	0.484	0.494	0.462	0.451	0.522	0.556	0.627	0.585	0.623

الاتحاد للصناعات المتطورة	49		0.575	0.543	0.637	0.512	0.415	0.438	0.440	0.523	0.625	0.432	0.602	0.638
مصانع الآجواخ الاردنية	50	clothing	0.010	0.012	0.008	0.009	0.007	0.008	0.004	0.006	0.008	0.012	0.013	0.019
الدباغة الاردنية	51		0.618	0.536	0.557	0.458	0.449	0.339	0.257	0.174	0.134	0.131	0.135	0.136
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		0.351	0.396	0.157	0.174	0.316	0.246	0.294	0.325	0.187	0.224	0.232	0.210
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		0.274	0.294	0.309	0.309	0.328	0.350	0.344	0.334	0.344	0.320	0.313	0.304
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	0.220	0.364	0.361	0.366	0.306	0.327	0.305	0.336	0.429	0.437	0.408	0.422
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		0.384	0.360	0.361	0.337	0.300	0.271	0.222	0.395	0.415	0.388	0.493	0.379
Totals			22.04	21.19	20.09	19.56	19.92	20.88	20.83	22.07	23.29	23.66	23.93	23.60

الجدول رقم (23) يمثل العائد على الأصول لشركات عينة الدراسة لفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		0.058	0.025	-0.089	-0.166	0.098	- 0.200	- 0.072	- 0.096	- 0.044	- 0.060	- 0.049	0.024
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		-0.035	-0.074	-0.047	-0.052	- 0.018	- 0.021	0.067	0.074	0.082	0.111	0.119	0.157
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		0.006	0.050	0.107	0.060	0.098	0.116	0.124	0.119	0.135	0.129	0.177	0.121
العالمية للصناعات الكيماوية	4		-0.033	-0.075	-0.069	-0.008	0.009	0.015	0.037	0.046	0.040	0.036	0.050	0.047
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		-0.146	-0.121	-0.073	-0.135	- 0.013	- 0.006	- 0.325	- 0.012	- 0.022	0.138	0.038	- 0.053
السلفوكيماويات الأردنية	6		-0.026	-0.033	-0.007	-0.008	- 0.009	- 0.089	0.024	- 0.012	- 0.080	- 0.037	- 0.045	- 0.069
الوطنية لصناعة الكلورين	7		0.025	0.028	0.023	0.087	0.052	0.084	0.126	0.069	0.074	0.001	0.032	- 0.026
الموارد الصناعية الأردنية	8		0.019	0.039	0.039	-0.600	0.003	0.012	0.013	0.031	0.110	- 0.010	- 0.030	- 0.022
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		0.004	0.008	0.014	-0.008	0.055	0.001	0.060	0.064	- 0.012	- 0.105	- 0.462	- 0.038
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	-0.013	0.022	0.036	-0.094	0.068	0.068	0.053	0.050	- 0.008	- 0.011	- 0.009	- 0.027
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		-0.180	-0.135	-0.020	-0.087	0.097	0.104	0.109	0.081	0.055	0.057	0.059	0.040
العربية للصناعات الكهربائية	12		-0.033	-0.020	0.024	0.031	0.048	0.055	0.020	0.012	- 0.023	0.035	0.062	- 0.042
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	0.029	0.007	0.037	-0.176	0.008	0.026	- 0.014	0.102	0.056	0.063	0.024	0.021
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		-0.290	-0.136	-0.023	0.065	0.069	0.067	0.066	0.053	0.037	0.001	- 0.135	- 0.207
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		-0.034	0.098	0.012	0.090	0.154	0.157	0.114	0.072	0.001	0.152	- 0.014	0.012
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		-0.010	-0.010	-0.004	0.027	0.087	0.086	0.025	0.044	0.033	0.016	0.032	0.049
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		0.002	-0.150	-0.051	0.003	0.008	0.003	- 0.050	- 0.013	0.003	0.021	0.006	0.008
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		0.114	0.090	0.082	0.107	0.060	0.043	0.095	0.105	0.060	0.030	0.060	0.054
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	0.004	0.002	-0.031	-0.162	- 0.146	- 0.102	0.004	- 0.019	0.004	0.001	- 0.012	0.040
الآلبان الأردنية	20		0.031	0.040	0.038	0.052	0.025	0.024	0.118	0.104	0.114	0.140	0.137	0.130

الاستثمارات العامة	21		0.076	0.102	0.047	0.072	0.067	0.087	0.061	0.068	0.106	0.069	0.091	0.091
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		-0.338	-0.637	-0.437	-0.160	0.051	0.045	0.008	0.082	-0.181	-0.012	-0.126	-0.103
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		0.019	0.023	0.063	0.085	0.064	0.024	0.029	0.059	0.001	0.016	-0.078	0.074
الوطنية للدواجن	24		-0.033	0.046	0.074	0.060	0.087	0.128	0.149	0.071	0.064	0.093	0.036	-0.039
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		0.049	0.020	0.023	0.014	0.037	-0.008	0.020	0.040	0.087	0.092	0.082	0.067
دار الغذاء	26		-0.301	0.023	0.052	0.042	0.027	0.011	0.001	-0.009	-0.009	-0.025	-0.047	-0.098
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		-0.076	-0.129	-0.096	0.007	0.007	-0.066	-0.078	-0.051	-0.022	-0.033	-0.049	-0.080
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		-0.061	-0.098	-0.060	-0.007	0.021	0.004	0.022	0.014	0.019	0.021	0.051	0.048
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	-0.292	-0.146	-0.127	-0.085	-0.077	-0.108	0.002	0.038	0.065	0.068	0.072	0.056
الدولية للصناعات الخزفية	30		-0.131	-0.098	-0.057	0.045	0.006	-0.060	0.031	-0.037	0.035	0.070	0.104	-0.043
العامة للتعدين	31	Mining	0.101	0.083	0.105	0.049	0.106	0.043	0.173	0.183	0.129	0.011	0.086	0.261
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		0.037	0.023	0.026	-0.015	0.020	0.056	0.069	0.004	0.031	0.041	0.068	0.034
الوطنية لصناعة الصلب	33		-0.149	-0.106	-0.063	-0.260	-0.025	-0.026	-0.007	0.002	0.002	0.001	0.002	0.002
مناجم الفوسفات الاردنية	34		0.160	0.122	0.162	0.433	0.145	0.050	0.033	0.014	0.016	0.016	0.002	-0.170
مصانع الاسمنت الأردنية	35		-0.096	-0.004	0.154	0.174	0.179	0.234	0.261	0.237	0.151	0.097	0.055	0.021
البوتاس العربية	36		0.245	0.161	0.149	0.357	0.276	0.098	0.104	0.072	-0.163	0.036	0.068	0.075
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		-0.330	-0.209	-0.408	0.048	-0.287	-0.166	0.089	0.059	0.003	0.011	-0.006	-0.044
حديد الأردن	38		0.068	0.041	0.074	-0.124	0.093	0.071	0.070	0.164	0.130	0.130	0.115	0.093
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		-0.065	-0.121	0.054	-0.037	0.046	0.090	0.071	0.073	0.085	0.068	0.077	0.048
الدولية لصناعات السيليكا	40		0.040	0.067	0.043	0.033	0.049	0.008	0.117	0.036	0.023	0.005	-0.086	-0.166
شركة الترافرتين	41		-0.041	0.034	0.008	0.034	0.052	-0.026	0.052	0.012	-0.085	-0.043	-0.018	0.004
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	-0.039	-0.174	-0.081	-0.052	0.019	-0.015	-0.085	-0.081	-0.379	-0.051	-0.027	-0.096
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		0.002	-0.121	-0.037	0.000	0.022	0.036	0.073	0.081	0.043	0.065	0.035	-0.002
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		0.040	0.032	0.035	0.055	0.040	0.006	-0.002	0.082	0.060	0.126	0.178	0.081
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	-0.064	0.092	0.068	0.054	0.054	0.116	0.133	0.137	0.133	0.147	0.129	0.121

المركز العربي للصناعات الدوائية	46		-0.135	0.011	0.031	-0.042	0.010	-0.024	0.098	0.052	0.089	0.108	0.083	0.071
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		-0.171	0.016	0.023	-0.006	0.011	0.047	-0.016	-0.072	0.018	-0.063	-0.066	0.012
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	0.031	0.018	-0.012	0.022	0.027	0.026	0.017	0.059	0.061	0.083	0.081	0.043
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		0.041	0.060	0.066	0.082	0.120	0.157	0.139	0.126	0.142	0.222	0.129	0.077
مصانع الآجواخ الاردنية	50		0.067	0.073	0.057	0.049	0.051	0.051	0.076	0.031	0.039	0.048	0.062	0.052
الدباغة الاردنية	51		-0.021	-0.073	-0.327	-0.158	-0.182	-0.260	-0.120	0.029	-0.007	0.031	0.044	0.061
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		-0.105	-0.084	-0.058	-0.089	-0.309	-0.044	0.022	0.132	0.010	-0.112	-0.152	-0.101
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		0.016	-0.034	-0.036	-0.095	-0.073	-0.011	0.031	-0.112	-0.006	0.022	-0.022	0.015
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	0.314	0.186	0.115	0.094	0.070	0.003	0.049	0.081	0.110	0.149	0.126	0.096
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		-0.018	0.041	0.019	0.058	0.068	0.093	0.084	0.101	0.155	0.160	0.197	0.213
Totals			-1.67	-1.10	-0.36	-0.24	1.62	1.12	2.37	2.65	1.57	2.38	1.34	0.99

الجدول رقم (24) يمثل العائد على حقوق الملكية (ROE) لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		0.085	0.047	-0.128	-0.232	0.146	-0.490	-0.127	-0.384	-0.155	-0.214	-0.126	0.062
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		-0.077	-0.147	-0.096	-0.097	-0.031	-0.050	0.096	0.093	0.098	0.139	0.144	0.187
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		0.014	0.084	0.166	0.097	0.145	0.158	0.158	0.141	0.156	0.151	0.211	0.157
العالمية للصناعات الكيماوية	4		-0.038	-0.083	-0.075	-0.009	0.010	0.017	0.041	0.052	0.046	0.044	0.068	0.061
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		-0.155	-0.125	-0.076	-0.142	-0.015	-0.006	-0.351	-0.013	-0.028	0.159	0.055	-0.066
السلفوكيماويات الأردنية	6		-0.045	-0.056	-0.014	-0.016	-0.017	-0.187	0.043	-0.049	-0.200	-0.087	-0.100	-0.148
الوطنية لصناعة الكلورين	7		0.029	0.032	0.025	0.095	0.057	0.093	0.145	0.088	0.109	0.002	0.039	-0.032
الموارد الصناعية الأردنية	8		0.022	0.052	0.048	-1.110	0.004	0.016	0.016	0.052	0.233	-0.023	-0.059	-0.040
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		0.011	0.020	0.036	-0.020	0.119	0.003	0.100	0.266	-0.016	-0.142	-0.649	-0.047
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	-0.021	0.033	0.053	-0.148	0.096	0.098	0.086	0.099	-0.015	-0.018	-0.015	-0.044
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		-2.127	-0.706	-0.086	-0.535	0.275	0.320	0.318	0.243	0.107	0.094	0.097	0.078
العربية للصناعات الكهربائية	12		-0.046	-0.028	0.035	0.047	0.074	0.069	0.025	0.015	-0.031	0.047	0.093	-0.062
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	0.038	0.011	0.066	-0.316	0.010	0.034	-0.021	0.134	0.077	0.080	0.035	0.028
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		-0.682	-0.211	-0.034	0.098	0.123	0.113	0.107	0.097	0.078	0.003	-0.319	-0.381
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		-0.040	0.122	0.015	0.115	0.224	0.211	0.164	0.095	0.001	0.202	-0.045	0.029
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		-0.019	-0.018	-0.007	0.037	0.179	0.152	0.043	0.085	0.063	0.032	0.056	0.079
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		0.009	-0.716	-0.201	0.013	0.022	0.009	-0.173	-0.026	0.006	0.035	0.011	0.014
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		0.136	0.108	0.097	0.135	0.075	0.047	0.120	0.129	0.072	0.033	0.080	0.064
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	0.016	0.041	-0.496	-1.450	-0.620	-0.254	0.007	-0.043	0.007	0.002	-0.018	0.041
الآلبان الأردنية	20		0.039	0.048	0.045	0.062	0.032	0.052	0.161	0.143	0.158	0.182	0.186	0.178
الاستثمارات العامة	21		0.084	0.111	0.052	0.079	0.074	0.095	0.066	0.075	0.115	0.075	0.096	0.096
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		0.265	0.801	5.366	-0.975	0.130	0.057	0.012	0.110	-0.560	-0.030	-0.298	-0.297
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		0.026	0.025	0.088	0.099	0.079	0.026	0.031	0.065	0.001	0.018	-0.091	0.087
الوطنية للدواجن	24		-0.048	0.056	0.090	0.080	0.120	0.154	0.161	0.082	0.076	0.107	0.047	-0.065

المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		0.049	0.020	0.023	0.014	0.037	-0.008	0.020	0.040	0.089	0.094	0.083	0.068
دار الغذاء	26		-0.906	0.050	0.103	0.075	0.041	0.017	0.001	-0.019	-0.013	-0.064	-0.101	-0.180
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		-0.174	-0.249	-0.161	0.011	0.011	-0.092	-0.098	-0.098	-0.038	-0.054	-0.075	-0.112
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		-0.115	-0.198	-0.193	-0.023	0.065	0.013	0.056	0.043	0.050	0.048	0.122	0.118
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	-0.434	-0.193	-0.164	-0.105	-0.091	-0.128	0.002	0.043	0.073	0.077	0.081	0.066
الدولية للصناعات الخزفية	30		-0.178	-0.121	-0.072	0.056	0.008	-0.082	0.042	-0.057	0.058	0.121	0.226	-0.114
العامة للتعدين	31	Mining	0.115	0.094	0.124	0.056	0.125	0.049	0.203	1.411	0.828	0.094	0.696	1.852
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		0.052	0.033	0.034	-0.021	0.030	0.086	0.090	0.006	0.039	0.047	0.082	0.041
الوطنية لصناعة الصلب	33		-0.643	-0.329	-0.271	-1.044	-0.050	-0.035	-0.009	0.080	0.092	0.084	0.108	0.162
مناجم الفوسفات الاردنية	34		0.218	0.149	0.197	0.572	0.238	0.104	0.074	0.034	0.041	0.047	0.006	-0.745
مصانع الاسمنت الأردنية	35		-0.161	-0.006	0.242	0.269	0.278	0.333	0.334	0.301	0.202	0.140	0.085	0.034
البوتاس العربية	36		0.295	0.198	0.184	0.485	0.386	0.146	0.167	0.115	-0.249	0.054	0.098	0.107
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		-1.111	-0.456	-0.711	0.067	-0.385	-0.191	0.099	0.063	0.003	0.012	-0.007	-0.047
حديد الأردن	38		0.117	0.078	0.128	-0.225	0.116	0.081	0.120	0.207	0.175	0.205	0.163	0.112
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		-0.089	-0.174	0.081	-0.060	0.068	0.119	0.105	0.098	0.109	0.077	0.086	0.054
الدولية لصناعات السيليكا	40		0.042	0.070	0.045	0.036	0.051	0.008	0.117	0.038	0.024	0.005	-0.093	-0.173
شركة الترافرتين	41		-0.043	0.035	0.009	0.038	0.059	-0.032	0.060	0.013	-0.096	-0.045	-0.019	0.004
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	-0.096	-0.622	-0.257	-0.120	0.024	-0.020	-0.334	-0.701	-1.564	-0.109	-0.052	-0.213
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		0.004	-0.274	-0.072	0.001	0.041	0.061	0.107	0.101	0.057	0.088	0.052	-0.003
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		0.044	0.035	0.038	0.060	0.047	0.008	-0.003	0.145	0.080	0.146	0.202	0.101
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	-0.109	0.154	0.112	0.072	0.067	0.140	0.158	0.159	0.154	0.168	0.150	0.140
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		-0.185	0.013	0.033	-0.044	0.011	-0.025	0.107	0.057	0.100	0.119	0.090	0.078
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		-0.512	0.034	0.047	-0.012	0.020	0.074	-0.023	-0.122	0.026	-0.091	-0.086	0.015
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	0.043	0.024	-0.016	0.028	0.039	0.038	0.019	0.064	0.070	0.094	0.105	0.060
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		0.063	0.102	0.106	0.167	0.213	0.227	0.190	0.502	0.225	0.247	0.144	0.102
مصانع الآجواخ الاردنية	50		0.073	0.078	0.060	0.052	0.053	0.055	0.084	0.038	0.054	0.073	0.095	0.087
الدباغة الاردنية	51		-0.026	-0.099	-0.511	-0.238	-0.226	-0.314	-0.139	0.032	-0.008	0.034	0.048	0.071

عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		-0.200	-0.123	-0.087	-0.128	-0.502	-0.060	0.024	0.140	0.011	-0.123	-0.173	-0.114
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		0.040	-0.082	-0.079	-0.203	-0.138	-0.017	0.046	-0.256	-0.010	0.037	-0.043	0.028
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	0.376	0.349	0.247	0.210	0.070	0.003	0.049	0.124	0.152	0.235	0.180	0.172
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		-0.031	0.070	0.032	0.110	0.113	0.152	0.110	0.151	0.238	0.276	0.299	0.387
Totals			-6.00617	-1.83641	4.218038	-3.93817	2.131615	1.450882	3.006542	4.302801	1.373508	3.025163	2.050623	2.136559

الجدول رقم (25) يمثل حصة السهم من الأرباح (EPS) لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		0.078	0.040	-0.102	-0.270	0.073	-0.208	-0.128	-0.224	-0.125	-0.200	-0.143	0.088
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		-0.157	-0.344	-0.247	-0.291	-0.127	-0.188	0.544	0.882	0.847	1.005	1.037	1.312
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		0.023	0.154	0.310	0.169	0.276	0.318	0.358	0.302	0.393	0.312	0.404	0.271
العالمية للصناعات الكيماوية	4		-0.059	-0.134	-0.131	-0.016	0.019	0.032	0.081	0.104	0.091	0.088	0.136	0.120
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		-0.161	-0.042	-0.038	-0.077	-0.009	-0.004	-0.232	-0.012	-0.025	0.148	0.043	-0.049
السلفوكيماويات الأردنية	6		-0.046	-0.059	-0.016	-0.018	-0.019	-0.196	0.054	-0.069	-0.099	-0.048	-0.064	-0.104
الوطنية لصناعة الكلورين	7		0.033	0.037	0.029	0.118	0.069	0.116	0.185	0.104	0.155	0.002	0.049	-0.039
الموارد الصناعية الأردنية	8		0.025	0.057	0.052	-0.600	0.004	0.019	0.018	0.066	0.305	-0.023	-0.061	-0.044
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		0.015	0.028	0.047	-0.026	0.168	0.003	0.124	0.325	-0.014	-0.131	-0.400	-0.048
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	-0.026	0.042	0.068	-0.180	0.156	0.157	0.133	0.154	-0.020	-0.026	-0.022	-0.064
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		-0.312	-0.295	-0.064	-0.398	0.659	0.540	0.518	0.340	0.139	0.117	0.118	0.092
العربية للصناعات الكهربائية	12		-0.048	-0.030	0.039	0.053	0.081	0.077	0.025	0.014	-0.028	0.045	0.090	-0.054
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	0.063	0.018	0.110	-0.489	0.021	0.073	-0.043	0.322	0.170	0.171	0.072	0.058
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		-0.360	-0.209	-0.040	0.132	0.148	0.132	0.121	0.062	0.045	0.002	-0.168	-0.266
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		-0.105	0.386	0.044	0.348	0.481	0.547	0.464	0.246	0.003	0.547	-0.098	0.066
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		-0.022	-0.020	-0.008	0.044	0.248	0.193	0.054	0.115	0.076	0.039	0.068	0.096
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		0.005	-0.418	-0.201	0.016	0.027	0.010	-0.193	-0.034	0.008	0.047	0.014	0.017
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		0.230	0.179	0.157	0.231	0.126	0.075	0.246	0.295	0.148	0.064	0.159	0.125
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	0.010	0.030	-0.343	-0.601	-0.217	-0.140	0.006	-0.042	0.007	0.002	-0.014	0.032
الآلبان الأردنية	20		0.071	0.089	0.084	0.118	0.058	0.083	0.245	0.221	0.260	0.301	0.276	0.246
الاستثمارات العامة	21		0.190	0.273	0.123	0.196	0.201	0.223	0.178	0.145	0.198	0.115	0.185	0.171
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		-0.208	-0.462	-0.615	-0.488	0.148	0.062	0.012	0.112	-0.347	-0.029	-0.150	-0.194
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		0.037	0.037	0.134	0.148	0.112	0.035	0.043	0.092	0.001	0.025	-0.120	0.126

الوطنية للدواجن	24		-0.102	0.126	0.189	0.154	0.212	0.239	0.212	0.090	0.077	0.071	0.028	-0.036
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		0.094	0.040	0.049	0.044	0.118	-0.018	0.092	0.095	0.208	0.114	0.100	0.080
دار الغذاء	26		-0.583	0.061	0.125	0.085	0.043	0.017	0.001	-0.015	-0.010	-0.045	-0.074	-0.146
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		-0.063	-0.105	-0.085	0.006	0.006	-0.053	-0.061	-0.067	-0.029	-0.042	-0.062	-0.100
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		-0.129	-0.247	-0.269	-0.037	0.113	0.021	0.094	0.071	0.083	0.078	0.216	0.197
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	-0.268	-0.171	-0.173	-0.129	-0.125	-0.192	0.004	0.077	0.195	0.197	0.204	0.163
الدولية للصناعات الخزفية	30		-0.146	-0.117	-0.078	0.065	0.009	-0.089	0.045	-0.060	0.066	0.129	0.212	-0.083
العامة للتعدين	31	Mining	0.220	0.174	0.221	0.090	0.204	0.075	0.354	0.351	0.320	0.024	0.213	0.677
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		0.093	0.058	0.060	-0.037	0.058	0.174	0.186	0.011	0.072	0.089	0.157	0.077
الوطنية لصناعة الصلب	33		-0.283	-0.242	-0.266	-0.657	-0.065	-0.047	-0.013	0.123	0.141	0.127	0.166	0.212
مناجم الفوسفات الاردنية	34		1.944	1.070	1.238	3.182	0.615	0.214	0.138	0.059	0.068	0.074	0.010	-1.059
مصانع الاسمنت الأردنية	35		-0.339	-0.016	0.756	0.815	0.797	0.913	1.110	0.863	0.446	0.271	0.152	0.058
البوتاس العربية	36		3.597	1.952	1.581	3.737	1.803	0.470	0.517	0.321	-0.671	0.185	0.339	0.354
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		-0.142	-0.124	-0.280	0.044	-0.245	-0.157	0.094	0.059	0.003	0.010	-0.005	-0.039
حديد الأردن	38		0.163	0.104	0.175	-0.285	0.238	0.160	0.189	0.339	0.266	0.299	0.218	0.140
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		-0.089	-0.189	0.109	-0.075	0.095	0.173	0.145	0.129	0.137	0.091	0.100	0.061
الدولية لصناعات السيليكا	40		0.046	0.079	0.049	0.038	0.051	0.008	0.113	0.032	0.019	0.004	-0.070	-0.138
شركة الترافرتين	41		-0.048	0.042	0.011	0.044	0.065	-0.033	0.064	0.013	-0.082	-0.042	-0.019	0.004
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	-0.051	-0.155	-0.104	-0.115	0.022	-0.017	-0.269	-0.076	-0.353	-0.072	-0.038	-0.168
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		0.004	-0.282	-0.094	0.001	0.058	0.086	0.148	0.128	0.069	0.106	0.057	-0.003
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		0.053	0.043	0.055	0.085	0.062	0.011	-0.004	0.210	0.108	0.179	0.229	0.092
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	-0.251	0.458	0.304	0.186	0.173	0.364	0.386	0.362	0.326	0.543	0.441	0.379
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		-1.004	0.082	0.215	-0.284	0.017	-0.038	0.173	0.087	0.147	0.177	0.128	0.109
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		-0.438	0.044	0.061	-0.015	0.026	0.094	-0.027	-0.084	0.020	-0.068	-0.071	0.013
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	0.054	0.030	-0.020	0.035	0.048	0.047	0.021	0.074	0.082	0.112	0.125	0.068
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		0.163	0.273	0.272	0.406	0.457	0.461	0.380	2.936	0.367	0.347	0.168	0.080

مصانع الآجواخ الاردنية	50		0.330	0.384	0.288	0.268	0.427	0.462	1.070	0.592	0.562	0.579	0.758	0.569
الدباغة الاردنية	51		-0.020	-0.078	-0.347	-0.247	-0.295	-0.498	-0.295	0.152	-0.039	0.171	0.246	0.359
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		-0.081	-0.060	-0.047	-0.076	-0.335	-0.060	0.030	0.204	0.009	-0.094	-0.138	-0.119
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		0.025	-0.049	-0.051	-0.153	-0.124	-0.017	0.049	-0.264	-0.013	0.048	-0.054	0.039
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	1.063	0.799	0.495	0.372	0.259	0.012	0.190	0.324	0.387	0.585	0.448	0.294
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		-0.066	0.167	0.078	0.243	0.305	0.477	0.503	0.432	0.683	0.845	0.816	0.923
Totals			3.025144	3.507253	3.911351	5.90994	7.792138	5.217799978	8.452004	11.08606	5.847505	7.663497	6.410118	5.011132

الجدول رقم (26) يمثل أجمالي حصة السهم للأرباح لشركات عينة الدراسة للفترة 2000−2011 بإعتبار سنة 2000 هي سنة الأساس لإحتساب المخاطر المنظامية(بيتا) .

EPS											
2000/ Base Year	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
0.091	0.117	0.139	0.106	0.202	0.154	0.095	0.142	0.107	0.071	0.064	0.055

الجدول رقم (27) يمثل عائد السوق العام للأسهم الحرة (Free Flout Indices) لفترة 2000−2011

Market Returns											
2000/ Base Year	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
813.3	1060.6	1090.9	1761.5	2729.1	4259.7	3013.7	3675.0	2758.4	2533.5	2373.6	1995.1

الجدول (28) يمثل نسبة التغير في عائد الأسهم مع نسبة التغير في عائد السوق للإحتساب المخاطر المنظامية (بيتا)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**		
% EPS	0.28	0.20	-0.24	0.90	-0.24	-0.38	0.49	-0.24	-0.34	-0.10	-0.14	**0.19**	**0.016**
% Market Return	0.30	0.03	0.61	0.55	0.56	-0.29	0.22	-0.25	-0.08	-0.06	-0.16	**1.43**	**0.130**
Systematic Risk (Beta)	0.92	6.84	-0.39	1.63	-0.42	1.31	2.25	0.97	4.15	1.64	0.86	**Beta =**	**13.01%**

الجدول رقم (29) يمثل صافي المبيعات لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		28,080,532	18,112,847	2,482,284	4,149,249	6,123,211	9,183,156	5,201,129	13,231,538	17,170,655	19,126,891	17,651,697	22,747,458
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		0	0	0	0	0	5,915,825	4,541,027	4,102,604	6,060,039	5,701,539	5,185,314	5,564,219
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		3,744,511	3,861,059	4,480,958	4,240,540	3,680,411	3,460,135	3,151,017	2,520,545	2,367,228	2,283,570	2,372,895	2,083,045
العالمية للصناعات الكيماوية	4		1,572,599	1,433,437	1,753,039	2,376,186	3,286,091	3,068,668	3,527,836	3,475,456	3,438,534	3,199,127	3,259,262	2,701,239
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		56,112	93,609	93,878	134,104	147,572	132,225	79,799	82,319	65,081	443,617	398,903	71,945
السلفوكيماويات الأردنية	6		131,310	2,085,882	5,829,037	7,159,911	5,482,645	3,596,982	6,100,810	6,319,273	3,030,888	3,275,312	2,814,155	4,091,983
الوطنية لصناعة الكلورين	7		6,707,122	6,608,330	7,263,133	8,905,038	6,288,605	6,732,370	8,127,405	7,064,271	6,822,646	3,127,985	3,909,562	3,272,997
الموارد الصناعية الأردنية	8		10,280,455	10,575,132	7,974,602	5,758,351	8,442,461	7,992,050	5,491,343	5,189,163	2,736,404	953,477	1,226,359	3,828,585
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		7,906,337	8,002,910	6,870,521	13,741,310	9,775,076	6,964,675	5,928,556	4,299,630	726,670	1,000,945	975,549	1,250,971
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	26,546,963	21,330,281	30,482,879	31,956,047	29,109,515	28,284,144	21,592,382	16,419,893	9,179,829	10,929,838	10,470,435	7,946,292
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		59,223,318	70,667,679	80,539,432	112,164,163	95,555,206	58,059,079	30,629,543	21,159,192	9,507,988	8,811,438	8,760,345	8,937,340
العربية للصناعات الكهربائية	12		3,602,038	5,299,380	7,538,034	7,839,106	7,677,776	4,774,140	4,700,588	5,463,362	2,575,591	5,413,185	6,814,127	2,109,436
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	4,814,442	6,039,182	6,709,979	7,261,093	6,135,234	6,946,821	8,062,855	7,961,683	6,921,481	6,406,025	6,336,501	4,602,955
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		599,054	920,891	895,844	1,629,434	1,246,461	1,002,325	951,179	901,157	808,855	721,257	421,850	206,983
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		9,169,797	14,288,932	9,558,680	13,338,807	12,306,653	10,440,464	9,057,177	7,098,907	4,950,688	12,186,048	5,805,504	5,783,951
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		31,326,975	33,751,892	32,777,099	37,081,585	32,960,000	24,732,582	16,994,483	12,704,340	10,678,545	9,774,367	9,463,977	8,868,494
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	17		3,823,551	5,030,757	13,627,852	35,213,457	10,179,303	7,452,778	6,812,740	6,941,954	6,495,283	6,953,000	0	-
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		13,106,431	11,088,161	10,667,767	14,071,589	10,655,132	8,562,405	12,652,662	10,331,538	6,542,490	6,021,077	6,886,262	7,507,279
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	21,068,087	15,354,002	11,091,944	12,799,621	12,279,256	11,068,294	20,202,396	19,257,812	15,970,434	9,249,608	9,575,276	0
الآلبان الأردنية	20		11,519,774	10,628,825	10,823,168	11,745,330	8,442,434	6,520,499	6,282,871	5,754,795	5,465,514	5,540,683	5,612,426	5,895,867
الاستثمارات العامة	21		11,204,542	11,731,970	11,250,765	11,908,587	9,364,881	8,682,932	7,116,733	6,492,779	6,308,250	4,225,227	3,623,073	3,636,979
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		3,532,339	2,212,312	6,063,813	12,638,064	9,471,643	13,366,465	5,853,520	4,921,541	3,057,970	2,364,136	3,937,402	9,566,964
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		19,868,469	17,620,943	20,902,293	22,386,336	12,629,583	10,444,306	9,319,490	11,942,693	7,237,771	7,669,805	8,407,549	14,666,950
الوطنية للدواجن	24		79,214,972	70,345,724	61,230,879	59,897,915	46,117,708	41,822,483	40,141,602	33,426,218	30,134,870	30,318,971	31,241,789	35,546,261
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		1,122,692	544,097	659,518	605,444	0	27,015	711,702	677,674	644,771	1,192,603	1,026,820	900,229

دار الغذاء	26		13,294,291	19,592,009	19,977,528	18,168,919	12,388,527	8,301,447	6,837,845	5,982,261	3,899,264	2,727,635	1,822,856	913,270
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		364,822	67,606	67,061	39,170	39,170	135,489	35,964	58,935	24,919	36,096	27,501	43,294
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		7,589,125	7,241,045	13,921,413	28,517,783	20,348,665	19,894,032	20,365,656	16,741,987	16,033,060	16,375,639	14,956,262	15,662,918
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	1,472,434	2,300,002	3,001,932	3,842,363	6,908,900	7,566,598	7,900,771	8,487,802	7,631,614	7,685,759	8,081,536	7,442,376
الدولية للصناعات الخزفية	30		2,734,239	2,807,103	3,134,126	4,164,418	4,348,689	2,586,952	3,165,491	1822762.00	2841644.00	3848371.00	4816422.00	2380870.00
العامة للتعدين	31	Mining	1,857,054	1,750,065	2,228,022	1,219,609	1,264,916	1,392,352	1,102,414	1,139,899	1,148,050	754,105	1,106,900	1,163,755
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		15,712,319	13,550,603	11,295,880	14,261,760	13,308,387	13,783,060	10,848,772	11,279,506	11,423,199	9,019,627	8,974,729	7,116,651
الوطنية لصناعة الصلب	33		2,591,444	3,863,709	8,761,282	13,718,870	12,613,374	7,351,204	12,017,098	11,803,901	9,511,514	6,467,140	6,459,236	9,265,705
مناجم الفوسفات الاردنية	34		812,415,000	563,890,000	458,245,660	846,891,895	354,828,055	289,823,700	281,045,842	272,562,165	205,274,172	210,975,442	191,459,378	207,325,670
مصانع الاسمنت الأردنية	35		134,483,593	169,685,011	283,086,455	321,051,631	258,097,086	239,312,556	204,387,301	165,825,883	139,742,316	125,904,572	113,062,618	93,927,198
البوتاس العربية	36		720,150,000	559,034,000	373,656,000	667,551,000	291,436,000	207,256,000	224,576,000	186,020,000	154,580,000	141,960,000	143,967,000	144,317,000
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		161,903	423,232	667,246	2,298,204	1,906,603	943,362	919,893	891,526	674,837	933,777	1,011,698	552,603
حديد الأردن	38		118,543,878	82,840,146	73,056,473	106,351,102	72,932,076	61,446,672	53,568,425	37,766,027	24,318,007	28,623,356	28,811,667	18,677,267
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		12,212,392	11,549,174	10,754,188	13,056,680	12,911,818	17,122,923	18,096,881	13,821,596	10,985,753	8,356,818	8,198,887	5,180,672
الدولية لصناعات السيليكا	40		1,041,405	1,354,631	1,097,613	1,148,706	1,188,004	506,306	441,398	464,796	404,239	356,370	214,144	123,021
شركة الترافرتين	41		1,539,359	2,153,881	1,885,899	1,847,752	1,258,138	1,110,442	1,518,604	768,228	576,252	61,561	0	0
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	797,543	1,113,105	1,314,347	2,563,843	2,747,686	1,605,637	1,178,265	1,500,196	1,534,735	4,481,299	4,744,148	2,532,911
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		6,457,823	5,392,592	6,181,595	6,789,765	7,547,398	6,803,417	7,208,275	6,571,325	5,655,153	5,528,230	5,025,165	4,761,504
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		0	0	0	567,863	4,251,139	4,200,343	4,552,635	5,267,953	4,385,151	4,359,932	4,522,759	4,741,545
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	41,054,922	46,229,986	44,650,838	40,889,837	34,325,637	28,963,916	32,840,156	28,710,499	27,879,786	25,720,686	24,059,422	22,179,844
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		962,375	1,282,390	1,813,700	1,477,401	1,370,971	1,463,778	1,582,460	4,012,590	4,186,305	4,599,849	4,142,989	3,369,927
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		5,982,489	12,834,331	11,947,760	10,971,325	9,045,956	9,485,282	6,362,848	2,268,053	3,645,160	3,064,509	1,176,347	2,118,201
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	7,429,560	6,691,530	4,742,938	5,320,680	5,314,857	5,518,799	5,985,563	5,984,495	6,065,751	6,530,910	7,994,405	5,926,019
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		6,834,432	7,458,451	7,249,756	6,774,124	7,559,518	6,108,107	5,995,126	4,630,930	4,007,717	3,219,458	2,219,017	1,721,372
مصانع الآجواخ الاردنية	50		0	0	352,077	350,977	8,690,449	8,761,082	8,659,280	8,450,465	12,310,658	13,582,258	15,459,519	11,675,322
الدباغة الاردنية	51		11,999,204	10,139,300	8,856,799	6,230,684	309,240	2,211,945	2,550,819	3,548,211	3,354,626	3,324,227	4,464,166	6,175,056
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		834,589	721,982	626,145	857,209	603,673	935,951	742,535	591,989	568,497	305,967	481,412	506,010
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		16,111,725	10,573,894	10,760,751	14,061,137	10,839,802	10,429,398	9,938,917	9,995,356	6,925,616	5,577,848	6,932,597	6,906,603

الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	83,300,108	92,201,893	74,843,360	66,562,957	52,148,233	51,102,637	36,436,212	41,803,188	41,724,256	49,258,508	44,005,105	27,512,168
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		35,022,159	48,893,155	49,382,861	44,085,090	52,509,226	57,329,710	61,149,189	53,242,666	51,000,890	44,736,479	39,912,236	42,096,783
Totals			2,421,172,609	2,033,263,060	1,839,127,103	2,690,634,021	1,610,399,050	1,362,685,915	1,275,241,480	1,129,755,527	931,211,616	905,266,159	854,287,153	818,103,957

جدول رقم (30) يمثل عدد الأسهم لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1	Chemical	10,000,000	10,000,000	10,000,000	5,000,000	14,396,942	14,396,942	11,696,942	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	8,058,511
المتصدرة للأعمال والمشاريع/مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		1,330,008	1,330,008	1,330,008	1,330,008	1,330,008	1,330,008	1,330,008	665,004	665,004	665,004	665,004	665,004
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		1,799,624	1,799,624	1,799,624	1,799,624	1,799,624	1,799,624	1,636,021	1,636,021	1,363,351	1,363,351	1,363,351	1,363,351
العالمية للصناعات الكيماوية	4		1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		500,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000
السلفوكيماويات الأردنية	6		5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,000,000	2,967,610	2,967,610	1,483,805	4,502,576	4,502,576	4,502,576	4,502,576
الوطنية لصناعة الكلورين	7		9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	7,200,000	7,200,000	7,200,000	7,200,000
الموارد الصناعية الأردنية	8		16,625,000	16,625,000	16,625,000	13,250,000	13,250,000	13,250,000	13,250,000	10,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		4,250,000	4,250,000	4,250,000	4,250,000	4,250,000	4,250,000	4,250,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	2,300,000	2,300,000
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	19,299,747	19,299,747	19,299,747	19,299,747	12,500,000	12,315,230	10,000,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		38,889,210	38,889,210	38,820,148	27,000,000	13,500,000	13,500,000	9,760,000	9,760,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000
العربية للصناعات الكهربائية	12		6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	3,575,000	3,575,000	3,575,000	3,575,000	3,575,000	3,575,000	3,575,000	3,250,000	3,250,000	3,250,000	3,250,000	3,250,000
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		1,886,153	1,886,153	1,886,153	1,886,150	1,514,627	1,376,934	1,251,758	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		5,000,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	3,500,000	2,500,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,500,000
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		25,000,000	25,000,000	25,000,000	25,000,000	12,100,000	12,100,000	10,961,106	4,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		7,175,097	7,175,097	7,175,097	7,175,097	7,175,097	7,175,097	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	7,500,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	15,000,000	2,560,000	2,560,000	6,400,000	13,788,874	12,688,874	10,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	5,997,500	5,882,469
الآلبان الأردنية	20		4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	2,625,000	2,625,000	2,625,000	2,625,000	2,625,000	2,625,000	2,625,000

الاستثمارات العامة	21		10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	7,000,000	7,000,000
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	3,500,000	2,500,000	2,500,000	4,950,000	4,950,000
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
الوطنية للدواجن	24		30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	42,500,000	42,500,000	42,500,000
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		10,500,000	10,500,000	10,500,000	10,500,000	10,500,000	10,500,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
دار الغذاء	26		10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	8,250,000	6,500,000	6,500,000	3,996,049	3,989,173	3,981,858
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		7,000,000	7,000,000	7,000,000	7,000,000	7,000,000	7,000,000	7,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		4,000,000	4,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
الدولية للصناعات الخزفية	30		6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	4,794,271	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000
العامة للتعدين	31	Mining	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000	6,750,000
الوطنية لصناعة الصلب	33		2,342,562	2,342,562	2,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000
مناجم الفوسفات الاردنية	34		75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	75,000,000	65,000,000
مصانع الاسمنت الأردنية	35		60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460	60,444,460
البوتاس العربية	36		83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000	83,318,000
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
حديد الأردن	38		35,000,000	35,000,000	35,000,000	35,000,000	23,075,000	23,075,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000	9,000,000
الدولية لصناعات السيليكا	40		2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,366,815	2,200,000	1,964,041
شركة الترافرتين	41		4,600,000	4,600,000	4,600,000	4,600,000	4,600,000	4,600,000	4,600,000	4,600,000	4,000,000	4,000,000	3,931,176	2,520,000
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	10,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	5,000,000	4,548,920	1,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	3,500,000
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	23,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	12,000,000	12,000,000	12,000,000
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		1,138,105	1,138,105	1,126,511	1,096,889	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		9,869,583	9,869,583	9,869,583	9,869,583	9,869,583	9,869,583	9,869,263	9,500,000	9,500,000	9,500,000	9,500,000	9,500,000
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000

الاتحاد للصناعات المتطورة	49		3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	300,000	2,436,646	2,436,646	2,436,646	3,140,968
مصانع الآجواخ الاردنية	50	clothing	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	12,500,000	10,000,000	8,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000
الدباغة الاردنية	51		2,000,000	2,000,000	1,876,973	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,000,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		15,000,000	15,000,000	15,000,000	12,491,948	11,500,000	11,500,000	11,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	16,500,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	14,304,675	14,304,675
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	10,000,000	7,500,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
Totals			693,859,364	689,219,364	687,673,119	670,403,321	625,104,030	617,323,097	580,276,983	532,518,376	523,346,852	525,342,901	524,802,561	511,420,913

جدول رقم (31) يمثل صافي الدخل لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	**Company No.**	**Type**	**2011**	**2010**	**2009**	**2008**	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**	**2001**	**2000**
الانتاج	1	Chemical	784,739	396,531	-1,024,150	(1,348,500)	1,049,800	(3,001,747)	(1,498,609)	(2,017,498)	(1,127,588)	(1,800,175)	(1,283,921)	710,372
المتصدرة للأعمال والمشاريع/مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		(209,466)	(457,500)	(327,968)	(387,096)	(169,490)	(249,489)	723,526	586,447	562,973	668,190	689,678	872,178
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		42,084	276,836	557,881	304,638	496,796	573,048	586,047	494,041	535,304	425,443	550,350	369,396
العالمية للصناعات الكيماوية	4		(88,211)	(200,641)	(197,141)	(24,716)	28,099	48,412	121,897	155,275	137,248	131,944	203,453	179,886
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		(80,706)	(75,468)	(69,145)	(138,172)	(16,186)	(7,332)	(417,167)	(21,596)	(45,849)	265,630	77,982	(88,357)
السلفوكيماويات الأردنية	6		(230,425)	(295,214)	(78,573)	(88,722)	(77,942)	(581,745)	159,977	(103,115)	(445,997)	(214,449)	(288,583)	(469,997)
الوطنية لصناعة الكلورين	7		301,486	336,895	264,444	1,059,197	618,963	1,040,246	1,664,042	940,283	1,112,697	16,060	353,477	(282,168)
الموارد الصناعية الأردنية	8		414,139	943,230	857,124	(7,951,182)	55,805	248,704	243,640	659,509	2,440,685	(185,035)	(487,506)	(350,462)
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		62,681	118,305	201,488	(110,112)	713,345	14,325	528,331	438,681	(19,439)	(176,359)	(920,537)	(110,781)
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	(510,535)	807,943	1,309,569	(3,474,182)	1,945,043	1,936,750	1,333,934	1,157,813	(153,198)	(193,269)	(164,717)	(481,061)
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		(12,132,174)	(11,490,883)	(2,470,211)	(10,743,991)	8,895,966	7,295,599	5,060,042	3,319,825	1,110,391	937,857	941,554	736,992
العربية للصناعات الكهربائية	12		(288,064)	(182,209)	235,436	319,051	483,707	462,082	149,771	81,372	(170,883)	272,656	537,506	(325,810)
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	225,810	64,726	393,143	(1,748,354)	74,508	260,908	(153,269)	1,045,837	552,156	554,957	235,259	187,260
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		(678,220)	(393,731)	(76,035)	249,290	224,444	181,538	151,871	123,829	89,633	3,558	(336,849)	(531,669)

الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		(524,359)	1,735,706	199,219	1,566,251	1,683,487	1,367,285	869,542	460,878	6,044	1,024,694	(183,888)	99,469
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		(538,642)	(506,935)	(212,173)	1,100,458	2,994,964	2,330,585	592,695	458,768	229,202	115,856	204,591	288,519
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		39,433	(2,996,553)	(1,439,512)	116,069	192,763	72,426	(965,937)	(171,223)	38,423	234,927	70,000	85,000
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		2,070,109	1,612,645	1,417,388	2,077,674	1,136,036	675,217	1,845,353	1,771,459	886,931	385,613	952,559	752,072
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	150,554	75,766	(879,319)	(3,844,834)	(2,998,106)	(1,777,469)	55,506	(249,429)	43,400	10,820	(84,308)	185,739
الآلبان الأردنية	20		284,758	356,313	335,173	470,508	230,545	216,784	641,880	580,805	681,257	789,562	723,727	646,241
الاستثمارات العامة	21		1,904,283	2,725,336	1,230,667	1,964,562	2,007,832	2,227,996	1,778,269	1,449,417	1,976,527	1,148,525	1,292,185	1,200,402
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		(936,624)	(2,078,991)	(2,766,936)	(2,195,567)	666,774	281,099	55,577	392,616	(868,548)	(73,489)	(743,020)	(961,796)
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		221,055	221,046	801,384	888,473	669,732	211,203	257,539	553,590	5,319	148,745	(717,211)	753,897
الوطنية للدواجن	24		(3,045,158)	3,780,314	5,683,494	4,606,448	6,374,930	7,177,264	6,374,307	2,711,365	2,314,905	3,013,744	1,178,980	(1,542,515)
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		992,087	423,736	517,450	458,715	1,233,902	(184,882)	554,894	567,127	1,250,509	685,304	600,846	482,953
دار الغذاء	26		(5,827,261)	609,051	1,254,836	851,910	428,954	167,109	8,141	(95,536)	(67,104)	(177,864)	(296,013)	(580,524)
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		(439,348)	(737,219)	(594,911)	43,834	43,834	(367,671)	(426,591)	(267,653)	(114,546)	(169,240)	(246,998)	(399,143)
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		(516,007)	(986,823)	(805,552)	(110,351)	339,623	63,061	282,443	212,642	248,323	235,264	648,138	589,636
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	(2,010,280)	(1,284,968)	(1,299,392)	(970,811)	(937,448)	(1,442,854)	30,616	579,610	973,349	987,460	1,021,080	815,384
الدولية للصناعات الخزفية	30		(875,664)	(703,340)	(466,312)	392,066	53,324	(533,000)	271,352	(286,940)	265,176	516,595	848,468	(333,016)
العامة للتعدين	31	Mining	329,743	260,954	331,525	135,179	306,219	112,288	531,639	526,169	319,605	23,511	213,270	677,267
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		627,355	389,889	408,311	(252,582)	394,607	1,173,534	1,253,264	73,592	488,419	599,493	1,058,502	519,113
الوطنية لصناعة الصلب	33		(663,243)	(566,372)	(532,434)	(2,629,565)	(261,598)	(189,910)	(51,663)	491,068	562,122	507,727	662,387	846,919
مناجم الفوسفات الاردنية	34		145,831,000	80,232,000	92,878,092	238,621,888	46,110,409	16,071,340	10,369,057	4,387,961	5,112,187	5,557,283	717,146	(68,855,313)
مصانع الاسمنت الأردنية	35		(20,504,575)	(953,304)	45,708,434	49,289,817	48,200,765	55,166,762	67,072,106	52,150,161	26,953,895	16,397,666	9,195,735	3,494,996
البوتاس العربية	36		299,691,000	162,650,000	131,766,000	311,390,000	150,191,000	39,139,000	43,053,000	26,718,000	(55,919,000)	15,382,000	28,242,000	29,454,000
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		(426,176)	(372,032)	(841,408)	132,825	(733,605)	(472,305)	281,539	175,664	8,998	28,764	(15,939)	(116,218)
حديد الأردن	38		5,703,184	3,635,591	6,136,507	(9,975,385)	5,481,501	3,682,943	2,828,456	5,081,921	3,986,578	4,487,506	3,274,864	2,096,542
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		(805,026)	(1,704,761)	981,522	(674,029)	854,994	1,556,058	1,301,010	1,161,849	1,234,959	821,665	902,151	545,532
الدولية لصناعات السيليكا	40		109,992	185,860	116,224	89,979	121,015	18,928	267,743	75,203	45,888	9,402	(153,641)	(271,587)
شركة الترافرتين	41		(220,449)	193,685	48,693	202,180	301,204	(152,053)	296,693	60,753	(328,618)	(169,441)	(73,676)	10,028
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	(506,262)	(3,098,694)	(2,079,463)	(2,297,042)	109,847	(79,037)	(403,779)	(342,626)	(1,588,772)	(324,538)	(172,199)	(589,577)

مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		28,894	(2,114,717)	(707,600)	5,816	431,926	647,279	1,107,550	960,179	514,071	792,575	430,608	(24,838)
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		131,476	108,664	137,639	212,174	155,375	26,491	(10,242)	523,792	269,351	893,407	1,143,193	458,009
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	(5,777,814)	9,160,594	6,078,019	3,714,505	3,466,059	7,289,986	7,712,610	7,240,164	6,516,715	6,517,371	5,291,117	4,553,282
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		(1,142,934)	93,010	242,617	(311,085)	82,593	(190,753)	864,171	433,229	737,083	886,222	642,061	544,510
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		(4,318,225)	437,706	597,625	(151,290)	254,380	927,475	(268,539)	(794,787)	191,086	(646,371)	(674,494)	125,332
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	271,960	152,422	(98,731)	174,622	238,663	237,168	167,387	595,142	659,718	898,600	996,495	544,394
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		487,730	819,578	816,404	1,218,622	1,369,589	1,382,751	1,138,617	880,938	893,998	844,602	410,027	251,526
مصانع الآجواخ الاردنية	50	clothing	4,954,995	5,761,934	4,322,935	4,018,965	5,337,078	4,623,116	8,559,509	2,369,106	2,249,518	2,316,049	3,030,780	2,274,465
الدباغة الاردنية	51		(40,495)	(155,189)	(651,138)	(369,965)	(442,601)	(746,488)	(442,528)	151,693	(38,666)	170,943	245,876	359,447
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		(96,839)	(71,624)	(56,697)	(90,629)	(401,423)	(71,584)	35,600	204,026	12,212	(130,919)	(193,203)	(166,556)
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		373,312	(739,715)	(762,020)	(1,915,901)	(1,424,423)	(198,936)	567,872	(1,981,426)	(99,709)	357,931	(401,904)	292,036
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	21,265,460	15,977,511	9,895,393	7,441,076	5,187,747	236,674	3,136,499	4,857,544	5,806,442	8,773,356	6,407,896	4,199,657
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		(994,608)	2,511,476	1,171,197	3,640,083	4,582,097	7,156,541	7,541,282	4,322,980	5,119,237	4,223,943	4,081,072	4,614,678
Totals			422,871,529	264,888,370	298,459,012	584,952,812	298,357,422	156,052,720	177,788,472	125,850,494	16,154,617	78,802,271	70,636,406	(11,664,259)

جدول رقم (32) يمثل إجمالي حقوق الملكية لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		9,181,081	8,396,342	7,999,811	5,823,960	7,172,460	6,122,660	11,834,712	5,252,532	7,270,030	8,397,618	10,197,793	11,481,714
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		2,729,422	3,104,828	3,432,790	3,991,040	5,404,464	5,028,332	7,538,427	6,304,184	5,721,380	4,805,089	4,801,343	4,662,372
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		2,972,437	3,279,407	3,364,733	3,144,946	3,426,866	3,617,137	3,710,302	3,507,435	3,423,436	2,822,241	2,611,796	2,357,727
العالمية للصناعات الكيماوية	4		2,328,274	2,416,485	2,621,437	2,818,579	2,918,295	2,890,196	2,961,784	2,963,212	2,973,603	2,993,381	2,994,255	2,957,840
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		521,750	602,456	906,321	975,466	1,113,638	1,129,824	1,189,020	1,606,187	1,627,783	1,673,632	1,408,002	1,339,131
السلفوكيماويات الأردنية	6		5,070,849	5,301,658	5,597,022	5,675,979	4,484,701	3,118,556	3,702,068	2,124,263	2,227,378	2,458,709	2,888,224	3,176,807
الوطنية لصناعة الكلورين	7		10,396,973	10,455,487	10,568,597	11,204,153	10,864,956	11,145,992	11,455,743	10,691,701	10,171,418	9,123,721	9,107,661	8,807,556
الموارد الصناعية الأردنية	8		18,678,544	18,295,693	18,017,463	7,160,339	15,702,456	15,663,348	15,382,671	12,693,994	10,459,339	8,027,605	8,275,907	8,763,413
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		5,555,760	5,790,579	5,672,274	5,470,786	6,005,898	5,292,553	5,278,228	1,648,497	1,209,816	1,242,443	1,418,802	2,339,339

الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	23,943,331	24,453,866	24,803,908	23,494,339	20,343,837	19,714,024	15,598,318	11,639,384	10,536,571	10,689,769	10,883,038	11,047,755
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		5,703,601	16,272,511	28,649,264	20,094,789	32,308,151	22,817,426	15,921,810	13,686,452	10,411,627	9,988,380	9,740,523	9,408,969
العربية للصناعات الكهربائية	12		6,256,659	6,550,189	6,740,512	6,831,000	6,528,426	6,691,335	6,106,900	5,554,892	5,535,123	5,813,985	5,753,453	5,241,547
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	5,931,964	5,706,154	5,927,428	5,534,285	7,282,639	7,565,631	7,304,723	7,782,992	7,149,655	6,977,499	6,687,042	6,670,309
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		994,077	1,867,297	2,269,609	2,545,640	1,831,946	1,607,502	1,425,964	1,274,093	1,150,264	1,060,631	1,057,181	1,394,030
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		13,031,507	14,230,866	13,170,160	13,645,941	7,500,131	6,489,812	5,310,028	4,841,061	4,602,683	5,077,314	4,087,620	3,443,889
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		27,737,749	28,422,243	28,936,746	29,530,463	16,693,939	15,336,936	13,833,457	5,411,814	3,626,053	3,564,870	3,667,839	3,658,521
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		4,221,661	4,182,228	7,178,781	8,688,819	8,572,750	8,379,987	5,588,690	6,554,627	6,725,850	6,687,427	6,465,000	6,000,000
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		15,256,497	14,920,179	14,631,160	15,439,118	15,217,515	14,321,351	15,366,663	13,720,070	12,376,060	11,779,959	11,924,945	11,811,740
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	9,461,904	1,847,350	1,771,584	2,650,903	4,837,391	7,010,498	7,873,821	5,818,315	6,067,744	4,572,231	4,585,181	4,554,458
الآلبان الأردنية	20		7,341,238	7,486,360	7,530,047	7,599,215	7,128,707	4,177,745	3,987,651	4,075,680	4,300,229	4,339,300	3,893,746	3,623,906
الاستثمارات العامة	21		22,794,623	24,591,599	23,818,444	24,894,014	27,133,709	23,383,733	26,789,394	19,428,239	17,213,292	15,254,385	13,390,964	12,458,014
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		(3,531,226)	(2,594,602)	(515,611)	2,251,325	5,121,892	4,905,118	4,624,019	3,568,442	1,552,076	2,420,624	2,494,113	3,237,133
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		8,663,805	8,742,750	9,143,937	8,947,638	8,499,337	8,129,605	8,218,402	8,560,862	8,052,272	8,046,953	7,911,551	8,628,762
الوطنية للدواجن	24		64,075,290	67,120,448	63,340,134	57,656,640	53,050,192	46,675,262	39,497,998	33,123,691	30,412,326	28,097,421	25,083,677	23,904,697
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		20,125,187	21,040,089	22,352,042	32,880,291	33,222,776	22,781,866	27,594,170	14,039,986	14,122,613	7,257,984	7,207,680	7,061,834
دار الغذاء	26		6,430,775	12,246,967	12,137,916	11,383,080	10,531,170	10,102,216	7,600,874	5,107,733	5,203,269	2,766,422	2,937,410	3,226,108
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		2,522,926	2,962,274	3,699,493	4,032,240	4,032,240	3,988,406	4,356,077	2,742,669	3,010,322	3,124,868	3,294,108	3,551,292
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		4,476,899	4,990,402	4,182,024	4,896,067	5,196,970	4,789,362	5,034,286	4,991,843	4,973,201	4,925,878	5,305,693	4,999,222
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	4,635,059	6,645,339	7,930,307	9,229,699	10,306,360	11,266,758	12,693,862	13,365,246	13,294,604	12,853,205	12,680,745	12,274,665
الدولية للصناعات الخزفية	30		4,923,196	5,798,860	6,502,200	6,968,512	6,576,446	6,523,122	6,528,170	5,046,574	4,539,243	4,274,067	3,757,472	2,909,004
العامة للتعدين	31	Mining	2,876,711	2,773,553	2,665,367	2,434,558	2,449,379	2,293,160	2,619,526	372,787	386,167	249,935	306,587	365,655
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		12,045,772	11,842,798	11,992,170	11,877,636	13,004,016	13,594,022	13,884,162	12,190,338	12,400,846	12,630,438	12,970,573	12,676,071
الوطنية لصناعة الصلب	33		1,031,171	1,721,317	1,962,378	2,517,662	5,218,831	5,469,981	5,659,891	6,111,554	6,103,181	6,028,364	6,160,637	5,216,251
مناجم الفوسفات الاردنية	34		668,489,000	537,688,000	472,424,447	417,113,593	193,530,914	155,065,165	139,366,897	128,400,672	124,060,711	118,929,628	113,602,846	92,426,882
مصانع الاسمنت الأردنية	35		127,329,321	147,654,372	188,940,739	183,247,716	173,307,897	165,515,618	200,973,520	173,190,313	133,705,544	117,078,053	107,586,577	102,872,873
البوتاس العربية	36		1,015,171,000	819,883,000	715,485,000	641,951,000	388,961,000	267,717,000	257,852,000	231,375,000	224,590,100	285,399,000	288,337,000	275,092,000
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		383,539	816,660	1,182,632	1,981,205	1,906,212	2,473,440	2,839,251	2,783,354	2,662,536	2,487,738	2,440,077	2,469,342

حديد الأردن	38		48,601,094	46,397,910	47,974,182	44,287,678	47,084,566	45,524,603	23,617,933	24,539,477	22,809,111	21,877,533	20,145,027	18,738,374
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		9,001,833	9,806,859	12,141,620	11,160,098	12,554,127	13,049,133	12,393,075	11,812,065	11,325,216	10,675,257	10,438,592	10,121,441
الدولية لصناعات السيليكا	40		2,606,184	2,638,201	2,594,350	2,478,126	2,388,147	2,267,126	2,293,114	1,981,000	1,905,797	1,859,909	1,648,337	1,566,019
شركة الترافرتين	41		5,120,466	5,556,896	5,363,211	5,314,518	5,112,338	4,811,134	4,963,187	4,666,494	3,438,293	3,766,911	3,867,528	2,516,110
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	5,290,604	4,977,833	8,076,527	19,204,000	4,491,042	3,964,942	1,209,448	488,577	1,016,002	2,970,448	3,295,384	2,765,268
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		7,742,743	7,713,849	9,828,566	10,536,166	10,530,350	10,547,404	10,350,125	9,531,758	9,066,579	9,040,684	8,293,109	7,862,501
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		2,975,232	3,085,482	3,659,282	3,523,143	3,305,630	3,151,078	3,225,387	3,610,629	3,361,837	6,117,486	5,649,079	4,528,743
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	53,129,454	59,351,952	54,031,867	51,289,862	52,076,078	52,104,725	48,814,739	45,502,129	42,311,965	38,845,250	35,387,879	32,556,762
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		6,194,033	7,221,510	7,378,500	7,135,883	7,696,968	7,614,375	8,055,128	7,534,634	7,389,960	7,452,876	7,126,355	6,978,044
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		8,441,720	12,759,945	12,815,718	12,218,093	12,862,862	12,608,482	11,680,527	6,503,064	7,297,851	7,113,765	7,811,989	8,486,483
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	6,324,111	6,352,151	6,199,729	6,283,185	6,137,348	6,205,050	9,032,633	9,328,300	9,362,085	9,556,008	9,501,158	9,029,663
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		7,789,243	8,051,513	7,681,935	7,315,531	6,442,247	6,099,658	5,983,187	1,755,952	3,981,761	3,425,160	2,844,856	2,476,229
مصانع الآجواخ الاردنية	50		67,763,115	73,673,224	71,917,751	77,950,958	100,214,946	83,518,451	102,219,579	62,056,724	41,469,181	31,756,738	31,837,031	26,189,593
الدباغة الاردنية	51		1,529,494	1,571,650	1,273,696	1,553,749	1,957,282	2,377,253	3,187,483	4,770,220	4,812,100	5,035,263	5,069,716	5,088,141
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		483,709	580,548	652,172	708,869	799,498	1,200,921	1,491,590	1,455,990	1,073,286	1,062,319	1,115,958	1,458,034
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		9,326,445	9,054,605	9,690,670	9,456,274	10,354,488	11,934,586	12,341,538	7,733,126	9,614,853	9,560,718	9,393,817	10,383,406
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	56,497,260	45,725,093	40,017,407	35,402,904	74,105,605	74,037,911	63,507,184	39,318,848	38,156,627	37,281,282	35,554,260	24,358,598
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		31,576,169	35,992,504	37,029,340	33,100,015	40,419,488	46,955,002	68,597,824	28,551,754	21,478,188	15,320,206	13,643,482	11,910,089
Totals			2,470,151,235	2,198,017,729	2,085,359,789	1,945,501,688	1,525,921,517	1,310,766,513	1,320,467,160	1,062,691,429	963,719,037	966,638,580	940,540,618	873,124,326

جدول رقم (33) إجمالي الأصول الثابتة لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		5,239,963	5,588,797	5,527,250	6,002,177	6,527,103	8,466,550	14,899,758	10,823,784	11,970,223	13,139,887	14,035,167	14,928,308
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		1,088,821	1,022,313	983,206	619,984	100,004	800,000	1,855,234	1,009,144	993,171	871,877	643,664	656,684
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		2,260,446	1,115,882	914,361	943,686	1,007,906	1,079,047	827,974	768,694	737,155	764,741	796,715	866,412
العالمية للصناعات الكيماوية	4		349,743	320,359	325,733	333,701	344,237	301,845	316,070	337,116	347,816	374,612	403,119	463,338
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		327,191	341,397	595,758	611,210	734,059	729,511	736,315	1,251,043	1,269,406	1,269,987	1,360,404	1,338,575
السلفوكيماويات الأردنية	6		5,608,597	5,668,507	5,646,050	5,505,127	4,218,080	3,194,201	3,146,383	3,208,375	3,344,770	3,500,573	3,742,779	3,937,572
الوطنية لصناعة الكلورين	7		7,864,858	7,753,608	7,810,362	7,246,950	7,895,023	8,503,652	9,543,921	10,725,450	12,148,568	12,974,961	8,038,725	8,558,118
الموارد الصناعية الأردنية	8		9,230,142	7,031,667	7,135,875	7,023,543	11,511,019	11,622,159	1,295,921	4,472,005	4,746,481	8,279,029	8,070,365	8,248,230
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		3,618,912	3,783,999	3,872,220	3,874,745	2,059,956	1,408,131	1,365,842	1,332,248	630,675	682,525	735,665	1,122,502
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	14,564,988	11,996,067	12,060,010	11,575,993	9,500,817	7,065,237	6,569,708	7,132,246	6,378,617	6,091,668	6,240,195	6,460,647
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		24,061,166	24,403,749	26,215,034	26,399,912	16,809,214	13,237,609	8,482,654	5,087,189	4,109,348	4,204,041	4,466,591	4,678,101
العربية للصناعات الكهربائية	12		3,365,891	3,455,926	3,653,677	3,799,683	3,695,117	3,229,055	3,344,612	3,326,584	3,452,753	3,648,155	3,918,845	3,794,039
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	1,810,395	1,858,003	1,759,771	1,729,716	1,823,599	2,012,052	2,204,948	2,429,553	2,503,832	2,723,079	2,832,844	2,994,135
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		1,019,160	1,126,608	1,218,344	1,306,341	1,391,846	1,406,912	1,460,592	1,547,936	1,641,442	1,732,492	1,827,317	1,841,392
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		5,465,008	7,496,272	7,611,795	6,598,782	4,007,519	3,543,111	2,826,004	2,885,269	3,227,690	3,467,546	3,763,496	3,631,940
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		13,773,975	13,006,192	13,257,779	12,738,428	12,994,693	12,775,897	10,128,049	7,946,809	5,068,745	4,670,492	4,228,013	3,774,143
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		9,266,036	6,010,894	6,188,810	7,105,662	5,801,623	4,510,054	4,060,257	4,287,175	4,171,938	3,602,343	3,455,276	-
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		3,669,305	3,317,483	3,406,358	3,532,640	3,304,434	3,298,470	3,385,415	3,407,734	3,215,982	3,515,233	3,506,352	3,501,575
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	32,083,832	27,735,699	24,904,405	20,946,777	17,037,009	13,543,770	11,090,240	9,421,700	8,234,020	7,002,152	5,121,882	38,387
الآلبان الأردنية	20		4,080,526	3,951,530	4,125,893	4,309,197	4,765,457	4,984,457	2,592,365	1,886,890	1,137,260	1,093,730	1,283,992	1,393,601
الاستثمارات العامة	21		7,093,052	7,774,574	7,995,167	7,456,770	6,954,512	6,391,370	7,271,328	7,602,743	6,836,273	4,489,220	3,944,909	4,327,661
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		2,396,498	2,803,525	3,102,889	3,360,532	3,507,953	3,148,974	2,625,524	2,767,129	3,550,478	4,075,703	4,325,887	5,548,555
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		1,429,130	1,420,533	1,616,020	1,832,648	1,942,981	2,073,893	2,359,791	2,741,234	3,280,387	3,643,490	3,856,560	4,127,639

الوطنية للدواجن	24		49,632,214	47,448,898	49,190,063	51,232,435	45,738,025	39,161,059	28,827,324	25,156,913	23,276,820	21,589,067	21,382,698	22,487,097
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		253,668	254,051	254,413	255,861	261,868	269,620	278,600	283,658	293,131	304,156	265,926	273,733
دار الغذاء	26		5,393,974	5,523,811	4,668,113	4,709,384	4,758,687	4,898,214	5,091,922	4,597,271	4,038,382	3,881,233	4,012,087	4,113,747
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		2,413,788	2,430,186	2,488,733	2,487,911	2,487,911	2,560,128	4,967,407	4,724,613	4,701,488	4,637,837	4,593,210	4,606,771
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		1,924,514	1,467,510	1,581,147	1,741,057	1,891,552	2,158,441	2,321,044	2,551,941	2,876,064	3,310,826	3,794,566	4,211,235
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	4,878,844	5,706,868	6,125,104	6,606,987	6,704,899	7,009,669	7,881,462	8,379,478	6,092,098	6,328,485	7,061,150	8,161,332
الدولية للصناعات الخزفية	30		2,747,341	2,994,552	3,241,666	3,403,834	3,681,175	3,950,009	3,968,710	4,094,638	3,507,942	3,761,233	3,741,309	4,216,808
العامة للتعدين	31	Mining	649,190	676,213	612,662	500,667	539,779	532,326	517,606	437,455	493,375	369,591	414,836	480,572
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		5,338,624	6,167,543	6,361,003	6,364,471	6,827,286	7,407,355	7,823,511	8,082,184	7,777,182	7,944,824	8,156,792	8,621,992
الوطنية لصناعة الصلب	33		2,266,042	2,274,118	2,420,056	2,711,840	3,298,059	3,263,256	2,229,563	2,295,556	2,491,704	2,567,818	2,405,985	1,509,381
مناجم الفوسفات الاردنية	34		357,908,000	246,399,000	114,752,149	89,631,103	79,279,846	84,353,542	93,579,994	97,198,883	109,965,736	124,622,112	142,742,473	162,487,911
مصانع الاسمنت الأردنية	35		138,677,394	158,936,780	165,693,867	169,971,017	151,374,173	122,597,767	114,424,942	110,121,009	115,718,596	117,252,606	112,329,466	107,663,982
البوتاس العربية	36		437,473,000	471,728,000	444,102,000	271,392,000	185,665,000	134,531,000	115,399,000	108,187,000	119,549,000	215,935,000	219,620,000	199,580,000
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		835,666	879,695	992,894	1,083,538	1,125,689	1,112,537	1,085,508	986,869	677,378	616,597	667,910	721,519
حديد الأردن	38		42,818,272	45,012,550	48,525,008	47,172,605	11,231,546	12,074,083	11,661,527	11,977,298	12,689,368	13,109,736	13,857,928	14,665,152
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		5,290,154	5,158,030	5,534,063	5,900,132	6,348,353	6,759,854	7,074,818	6,987,698	7,159,820	6,943,067	7,257,658	7,353,277
الدولية لصناعات السيليكا	40		1,533,865	1,599,665	1,654,208	1,612,196	1,631,430	1,602,013	1,663,196	1,652,845	1,574,514	1,604,938	1,564,654	1,211,932
شركة الترافرتين	41		2,344,476	2,601,565	2,885,686	3,097,498	3,042,650	3,213,422	3,472,726	3,410,793	3,105,422	3,321,696	2,112,162	30,516
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	7,738,753	8,872,365	2,659,423	3,985,250	3,688,497	3,693,314	3,690,881	2,759,617	2,530,183	2,640,699	3,528,640	3,730,536
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		12,203,819	12,744,800	14,180,287	15,318,809	15,378,419	13,264,682	10,529,446	7,600,467	8,067,388	7,015,736	7,043,616	7,285,122
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		1,146,879	1,197,920	1,272,594	1,369,723	1,495,267	2,307,340	2,443,386	2,735,778	2,364,848	2,643,125	2,955,008	3,377,446
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	12,085,962	12,851,786	11,676,633	8,007,224	7,146,721	7,315,142	6,926,650	6,681,353	6,449,109	6,150,029	6,167,716	6,059,662
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		1,634,896	1,799,415	1,981,708	2,172,771	2,429,429	2,520,210	2,511,251	2,589,899	2,570,323	2,616,546	2,378,425	1,849,986
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		11,468,373	11,553,050	12,115,320	12,196,807	10,936,031	9,570,659	8,843,383	7,352,476	7,480,444	7,561,931	7,649,790	7,988,888
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	3,418,209	3,674,317	3,849,903	3,885,865	4,293,619	4,174,144	4,366,560	5,233,739	5,991,144	6,767,599	7,158,252	7,920,195
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		6,768,977	7,413,901	7,850,694	7,568,721	4,715,760	3,864,695	3,603,873	3,655,286	3,934,018	1,641,424	1,915,806	2,091,380
مصانع الآجواخ الاردنية	50	Clothing	775,899	964,551	638,465	724,868	769,819	689,952	439,695	421,392	435,785	572,458	651,095	836,626

الدباغة الاردنية	51		1,218,174	1,138,033	1,111,060	1,072,387	1,091,703	972,455	945,568	909,206	697,439	719,427	747,798	795,332
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		323,532	339,787	152,936	176,672	411,151	403,070	485,558	503,065	231,813	261,376	294,745	345,632
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		6,349,840	6,311,960	6,535,604	6,246,826	6,369,708	6,459,801	6,351,608	5,907,016	5,490,789	5,297,463	5,619,940	5,930,110
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	14,906,992	31,202,080	31,150,356	28,844,466	22,655,912	24,186,446	19,369,049	20,209,100	22,563,965	25,672,796	20,790,350	18,394,125
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		21,397,452	21,797,829	22,264,159	21,047,296	20,150,411	20,930,336	19,946,263	16,857,515	13,740,183	10,214,031	10,222,039	8,212,718
Totals			1,323,484,41 8	1,278,104,41 3	1,128,448,74 4	927,346,425	745,354,536	655,132,498	605,110,936	580,940,061	601,532,481	713,692,998	723,702,792	713,446,269

جدول رقم (34) إجمالي الإلتزامات لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		4,304,603	7,215,179	3,511,768	2,275,783	3,579,532	8,891,886	8,919,733	15,785,750	18,364,301	21,584,057	15,847,462	18,692,585
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		3,255,806	3,107,990	3,566,790	3,457,638	3,819,161	6,666,150	3,224,649	1,610,335	1,142,127	1,197,090	1,001,710	893,399
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		4,000,586	2,225,255	1,857,503	1,908,028	1,666,258	1,323,768	1,009,862	637,590	533,281	468,716	493,214	704,882
العالمية للصناعات الكيماوية	4		367,897	253,132	229,473	276,307	351,666	295,018	291,108	414,223	498,155	634,460	1,106,216	875,829
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		30,625	23,699	35,870	50,428	95,108	131,491	93,614	133,237	473,605	246,992	630,996	318,879
السلفوكيماويات الأردنية	6		3,636,434	3,712,402	5,009,032	5,382,324	4,530,652	3,399,202	2,898,971	6,456,730	3,343,984	3,312,381	3,589,057	3,586,306
الوطنية لصناعة الكلورين	7		1,664,724	1,386,888	997,897	932,770	1,105,386	1,179,625	1,790,133	2,932,828	4,959,358	5,940,412	1,897,314	2,071,448
الموارد الصناعية الأردنية	8		3,449,021	5,722,263	3,852,331	5,087,097	4,835,473	4,714,345	3,219,648	8,862,073	11,715,618	10,992,392	7,891,388	7,212,573
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		8,603,349	8,912,297	8,704,302	9,124,176	6,862,488	4,300,242	3,593,327	5,244,491	387,233	442,422	575,247	539,276
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	14,308,388	12,104,255	11,634,370	13,301,424	8,056,947	8,756,014	9,380,315	11,676,405	7,668,295	6,809,263	8,391,843	7,053,349
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		61,670,591	68,851,280	92,262,970	103,225,59 0	59,534,432	47,136,471	30,590,516	27,258,240	9,658,052	6,527,416	6,201,906	8,915,121
العربية للصناعات الكهربائية	12		2,359,065	2,421,519	3,097,620	3,624,633	3,471,849	1,635,899	1,314,198	1,345,746	2,019,371	1,889,025	2,951,643	2,590,960
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	1,736,549	3,332,068	4,701,049	4,405,325	2,282,823	2,619,357	3,614,965	2,474,969	2,667,903	1,789,958	3,040,051	2,187,747
الجنوب لصناعة الفلاتر	14		1,345,114	1,022,912	997,566	1,279,519	1,434,960	1,086,678	889,032	1,068,540	1,249,316	1,408,647	1,446,555	1,177,533
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		2,591,797	3,449,724	3,241,070	3,813,711	3,399,844	2,244,895	2,323,365	1,575,809	1,466,931	1,645,644	8,750,001	4,903,127
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		23,572,066	22,253,609	18,267,176	11,968,644	17,745,394	11,849,386	9,598,718	5,046,994	3,396,356	3,700,744	2,789,869	2,193,442
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		12,776,082	15,799,462	20,871,215	25,743,483	16,415,754	13,130,121	13,889,821	7,094,999	5,525,145	4,612,286	4,647,948	-
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		2,789,144	2,906,800	2,492,585	3,750,345	3,463,524	1,418,149	4,105,678	3,181,901	2,330,369	1,154,945	3,849,987	2,093,535

الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	31,632,420	31,578,825	26,636,860	21,110,901	15,742,651	10,395,613	7,265,680	7,143,466	5,329,500	5,242,725	2,477,504	117,103
الألبان الأردنية	20		1,859,135	1,336,696	1,361,797	1,507,599	2,053,601	4,845,006	1,440,707	1,487,184	1,693,407	1,288,997	1,397,448	1,344,178
الاستثمارات العامة	21		2,156,916	2,189,829	2,283,039	2,460,779	2,810,983	2,169,379	2,246,155	1,750,099	1,397,263	1,507,684	847,877	794,633
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		6,300,207	5,859,217	6,849,009	11,441,747	8,000,137	1,318,210	1,999,182	1,194,556	3,249,203	3,607,401	3,400,074	6,075,841
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		3,222,838	667,874	3,529,658	1,530,300	2,044,308	665,786	706,528	758,858	653,179	1,147,161	1,261,729	1,601,145
الوطنية للدواجن	24		28,092,752	14,196,064	13,597,990	19,590,285	19,962,932	9,426,411	3,265,830	4,997,647	5,885,811	4,190,054	7,294,224	15,888,807
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		95,267	265,454	99,577	448,915	256,768	396,672	220,375	125,967	242,873	171,322	133,395	121,152
دار الغذاء	26		12,898,784	13,919,414	11,825,949	8,796,178	5,484,171	4,778,525	5,374,904	5,723,019	2,562,126	4,254,519	3,350,074	2,676,394
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		3,241,096	2,743,970	2,527,409	1,990,688	1,990,688	1,559,255	1,088,717	2,500,143	2,230,665	1,945,759	1,743,475	1,451,889
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		4,031,138	5,061,743	9,251,154	10,008,854	10,776,710	9,465,101	8,066,529	10,467,681	8,100,354	6,062,648	7,298,735	7,277,010
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	2,244,849	2,165,799	2,289,639	2,164,617	1,816,718	2,059,609	2,490,558	1,965,966	1,664,962	1,660,387	1,410,464	2,320,929
الدولية للصناعات الخزفية	30		1,780,858	1,388,812	1,655,696	1,680,568	2,137,405	2,426,727	2,140,123	2,626,702	3,036,954	3,137,432	4,369,948	4,876,865
العامة للتعدين	31	Mining	376,741	384,595	502,024	337,911	433,983	338,536	448,096	372,787	386,167	249,935	306,587	365,655
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		4,852,011	5,037,175	3,776,784	5,513,505	6,293,214	7,400,290	4,274,208	6,719,740	3,251,474	2,099,662	2,576,279	2,458,895
الوطنية لصناعة الصلب	33		3,311,455	3,518,319	6,310,122	7,534,771	5,149,613	1,861,049	2,212,529	502,964	750,711	841,404	937,821	906,071
مناجم الفوسفات الاردنية	34		234,733,000	121,630,000	101,859,700	133,984,218	124,763,687	165,705,064	178,312,767	187,918,852	194,424,804	229,993,711	249,067,633	312,075,209
مصانع الاسمنت الأردنية	35		77,676,428	83,213,162	99,893,406	93,120,354	95,412,686	70,706,749	56,429,648	46,690,419	45,371,924	52,320,871	59,934,370	61,696,148
البوتاس العربية	36		208,098,000	188,156,000	170,214,000	231,388,000	154,263,000	132,704,000	156,695,000	137,456,000	118,403,900	141,198,000	126,210,000	115,610,000
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		908,238	967,119	877,826	761,497	648,481	377,735	332,610	175,264	93,046	133,270	310,471	150,344
حديد الأردن	38		35,883,010	42,168,795	35,180,708	35,748,222	11,576,363	6,392,656	16,780,913	6,443,646	7,772,540	12,515,223	8,316,075	3,867,706
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		3,469,133	4,224,711	5,955,608	7,225,097	6,182,734	4,157,743	5,951,674	4,021,363	3,123,772	1,403,369	1,312,413	1,234,471
الدولية لصناعات السيليكا	40		166,651	130,389	124,207	233,044	101,834	67,056	130,000	89,698	56,292	61,554	140,786	66,175
شركة الترافرتين	41		248,599	154,425	485,556	686,689	725,882	1,035,566	749,055	296,553	406,793	173,491	115,552	15,236
العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	7,060,859	12,104,949	16,510,260	21,580,661	1,360,630	1,380,018	3,535,765	3,725,566	3,171,401	3,428,859	3,019,350	3,360,621
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		10,295,371	9,747,140	9,232,242	10,213,338	9,293,031	7,589,045	4,742,795	2,342,898	2,929,151	3,101,605	4,067,195	3,068,608
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		339,125	321,639	242,044	344,125	583,236	1,218,113	1,628,263	2,764,047	1,129,168	962,664	779,221	1,128,984
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	36,848,097	40,345,932	34,771,364	16,970,012	11,777,247	10,662,697	9,314,211	7,355,245	6,515,461	5,619,913	5,775,624	5,180,198
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		2,300,993	1,237,915	432,956	350,014	570,317	445,764	727,922	718,615	885,740	733,767	577,241	643,881

الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		16,818,540	15,365,623	12,812,017	13,164,341	10,193,402	7,201,287	4,719,196	4,586,078	3,462,610	3,209,721	2,397,876	1,913,535
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	2,484,727	2,111,722	2,112,800	1,739,358	2,560,663	2,821,759	657,424	693,387	1,422,277	1,236,459	2,728,322	3,688,782
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		3,979,007	5,599,476	4,643,166	7,470,954	4,929,023	2,722,799	2,203,904	5,239,734	2,315,000	377,646	336,335	803,510
مصانع الآجواخ الاردنية	50		2,505,996	1,983,506	1,721,112	1,315,191	1,543,137	4,763,942	8,726,081	13,961,109	16,327,797	16,997,347	16,771,781	17,506,169
الدباغة الاردنية	51		442,125	552,963	719,290	790,191	472,606	492,456	490,687	453,224	377,210	454,011	458,231	775,661
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		437,017	277,187	322,838	305,851	501,667	434,677	158,063	90,023	166,144	106,445	156,252	186,338
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		13,886,464	12,445,362	11,433,378	10,731,581	9,043,683	6,506,977	6,121,106	9,929,887	6,349,951	6,990,498	8,580,920	9,127,050
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	11,116,343	39,873,458	46,205,355	43,457,603	34,757,126	35,267,684	19,417,906	20,810,253	14,490,422	21,436,746	15,366,911	19,181,309
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		24,209,015	24,555,882	24,598,525	29,440,221	26,797,720	30,153,755	21,147,091	14,113,413	11,650,583	11,019,901	7,086,211	9,748,238
Totals			952,465,046	862,181,875	858,175,652	956,745,405	735,663,288	672,692,408	642,959,855	621,012,913	558,680,035	625,239,011	627,416,811	685,314,731

جدول رقم (35) يمثل إجمالي الأصول لشركات عينة الدراسة للفترة 2000–2011

Company Name	Company No.	Type	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
الانتاج	1		13,485,684	15,611,521	11,511,579	8,099,743	10,751,992	15,014,546	20,754,445	21,038,282	25,634,331	29,981,675	26,045,255	30,174,299
المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات الكيماوية العربية	2		5,985,228	6,212,818	6,999,580	7,448,678	9,223,625	11,694,482	10,763,076	7,914,519	6,863,507	6,002,179	5,803,053	5,555,771
الصناعات الكيماوية الاردنية	3		6,973,023	5,504,662	5,222,236	5,052,974	5,093,124	4,940,905	4,720,164	4,145,025	3,956,717	3,290,957	3,105,010	3,062,609
العالمية للصناعات الكيماوية	4		2,696,171	2,669,617	2,850,910	3,094,886	3,269,961	3,185,214	3,252,892	3,377,435	3,471,758	3,627,841	4,100,471	3,833,669
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	5		552,375	626,155	942,191	1,025,894	1,208,746	1,261,315	1,282,634	1,739,424	2,101,388	1,920,624	2,038,998	1,658,010
السلفوكيماويات الأردنية	6		8,707,283	9,014,060	10,606,054	11,058,303	9,015,353	6,517,758	6,601,039	8,580,993	5,571,362	5,771,090	6,477,281	6,763,113
الوطنية لصناعة الكلورين	7		12,061,697	11,842,375	11,566,494	12,136,923	11,970,342	12,325,617	13,245,876	13,624,529	15,130,776	15,064,133	11,004,975	10,879,004
الموارد الصناعية الأردنية	8		22,130,315	24,020,706	21,872,544	13,250,186	21,548,528	20,380,817	18,602,319	21,556,067	22,174,957	19,019,997	16,167,295	15,975,986
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9		14,159,109	14,702,876	14,376,576	14,594,962	12,868,386	9,592,795	8,871,555	6,892,988	1,597,049	1,684,865	1,994,049	2,878,615
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	10	Electronic	38,251,719	36,558,121	36,438,278	36,795,763	28,400,784	28,470,038	24,978,633	23,315,789	18,204,866	17,499,032	19,274,881	18,101,104
الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة / مسك_الأردن/ الكابلات الأردنية الحديثة	11		67,374,192	85,123,791	120,912,234	123,320,379	91,842,583	69,953,897	46,512,326	40,944,692	20,069,679	16,515,796	15,942,429	18,324,090
العربية للصناعات الكهربائية	12		8,615,724	8,971,708	9,838,132	10,455,633	10,000,275	8,327,234	7,421,098	6,900,638	7,554,494	7,703,010	8,705,096	7,832,507
الاردنية لصناعة الأنابيب	13	Engineering	7,668,513	9,038,222	10,628,477	9,939,610	9,565,462	10,184,988	10,919,688	10,257,961	9,817,558	8,767,457	9,727,093	8,858,056

الجنوب لصناعة الفلاتر	14		2,339,191	2,890,209	3,267,175	3,825,159	3,266,906	2,694,180	2,314,996	2,342,633	2,399,580	2,469,278	2,503,736	2,571,563
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	15		15,623,304	17,680,590	16,411,230	17,459,652	10,899,975	8,734,707	7,633,393	6,416,870	6,069,614	6,722,958	12,837,621	8,347,016
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	16		51,309,815	50,675,852	47,203,922	41,499,107	34,439,333	27,186,322	23,432,175	10,458,808	7,022,409	7,265,614	6,457,708	5,851,963
رم علاء الدين للصناعات الهندسية *	17		16,997,743	19,981,690	28,049,996	34,432,302	24,988,504	21,510,108	19,478,511	13,649,626	12,250,995	11,299,713	11,112,948	11,000,000
العربية لصناعة المواسير المعدنية	18		18,155,324	17,903,947	17,213,034	19,333,042	18,823,343	15,777,274	19,518,179	16,901,971	14,706,429	12,934,904	15,774,932	13,905,275
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19	Food	41,094,324	33,426,175	28,408,444	23,761,804	20,580,042	17,406,111	15,139,501	12,961,781	11,397,244	9,814,956	7,062,685	4,671,561
الآلبان الأردنية	20		9,200,373	8,823,056	8,891,844	9,106,814	9,182,308	9,022,751	5,428,358	5,562,864	5,993,636	5,628,297	5,291,194	4,968,084
الاستثمارات العامة	21		24,951,539	26,781,428	26,101,483	27,354,793	29,944,692	25,553,112	29,035,549	21,178,338	18,610,555	16,762,069	14,238,841	13,252,647
القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	22		2,768,981	3,264,615	6,333,398	13,693,072	13,122,029	6,223,328	6,623,201	4,762,998	4,801,279	6,028,025	5,894,187	9,312,974
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	23		11,886,643	9,410,624	12,673,595	10,477,938	10,543,645	8,795,391	8,924,930	9,319,720	8,705,451	9,194,114	9,173,280	10,229,907
الوطنية للدواجن	24		92,168,042	81,316,512	76,938,124	77,246,925	73,013,124	56,101,673	42,763,828	38,121,338	36,298,137	32,287,475	32,377,901	39,793,504
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	25		20,220,454	21,305,543	22,451,619	33,329,206	33,479,544	23,178,538	27,814,545	14,165,953	14,365,486	7,429,306	7,341,075	7,182,986
دار الغذاء	26		19,336,548	26,173,370	23,963,865	20,179,258	16,015,341	14,880,741	12,975,778	10,830,752	7,765,395	7,020,941	6,287,484	5,902,502
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	27		5,764,022	5,706,244	6,226,902	6,022,928	6,022,928	5,547,661	5,444,794	5,242,812	5,240,987	5,070,627	5,037,583	5,003,181
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	28		8,508,037	10,052,145	13,433,178	14,904,921	15,973,680	14,254,463	13,100,815	15,459,524	13,073,555	10,988,526	12,604,428	12,276,232
مصانع الخزف الأردنية	29	Glass	6,879,908	8,811,138	10,219,946	11,394,316	12,123,078	13,326,367	15,184,420	15,331,212	14,959,566	14,513,592	14,091,209	14,595,594
الدولية للصناعات الخزفية	30		6,704,054	7,187,672	8,157,896	8,649,080	8,713,851	8,949,849	8,668,293	7,673,276	7,576,197	7,411,499	8,127,420	7,785,869
العامة للتعدين	31	Mining	3,253,452	3,158,148	3,167,391	2,772,469	2,883,362	2,631,696	3,067,622	2,876,639	2,470,598	2,238,298	2,493,585	2,591,401
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال	32		16,897,783	16,879,973	15,768,954	17,391,141	19,297,230	20,994,312	18,158,370	18,910,078	15,652,320	14,730,100	15,546,852	15,134,966
الوطنية لصناعة الصلب	33		4,456,245	5,353,267	8,386,151	10,119,785	10,368,444	7,331,030	7,872,420	316,319,524	318,485,515	348,923,339	362,670,479	404,502,091
مناجم الفوسفات الاردنية	34		911,721,000	659,318,000	574,284,147	551,097,811	318,294,601	320,770,229	317,679,664	316,319,524	318,485,515	348,923,339	362,670,479	404,502,091
مصانع الاسمنت الأردنية	35		213,962,722	239,383,600	296,459,154	283,381,504	268,720,583	236,222,367	257,403,168	219,880,732	179,077,468	169,398,924	167,520,947	164,569,021
البوتاس العربية	36		1,223,269,000	1,008,039,000	885,699,000	873,339,000	543,224,000	400,421,000	414,548,000	368,831,000	342,994,000	426,597,000	414,547,000	390,702,000
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	37		1,291,777	1,783,779	2,060,458	2,742,702	2,554,693	2,851,175	3,171,861	2,958,618	2,755,582	2,621,008	2,750,548	2,619,686
حديد الأردن	38		84,484,104	88,566,705	83,393,027	80,356,281	58,856,953	52,113,889	40,398,846	30,983,123	30,581,651	34,392,756	28,461,102	22,606,080
الوطنية لصناعات الالمنيوم	39		12,470,966	14,031,570	18,097,228	18,385,195	18,736,861	17,206,876	18,344,749	15,833,428	14,448,988	12,078,626	11,751,005	11,355,912
الدولية لصناعات السيليكا	40		2,772,835	2,768,590	2,718,557	2,711,170	2,489,981	2,334,182	2,287,084	2,070,698	1,962,089	1,921,463	1,789,123	1,632,194
شركة الترافرتين	41		5,369,065	5,711,321	5,848,767	6,001,207	5,838,220	5,846,700	5,712,242	4,963,047	3,845,086	3,940,402	3,983,080	2,531,346

العربية للمشاريع الاستثمارية	42	Paper	13,086,692	17,831,495	25,612,108	44,007,938	5,851,672	5,344,960	4,745,213	4,214,143	4,187,403	6,399,307	6,314,734	6,125,889
مصانع الورق والكرتون الأردنية	43		18,038,114	17,460,989	19,060,808	20,749,504	19,823,381	18,136,449	15,092,920	11,874,656	11,995,730	12,142,289	12,360,304	10,931,109
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	44		3,314,357	3,407,121	3,901,326	3,867,268	3,888,866	4,369,191	4,853,650	6,374,676	4,491,005	7,080,150	6,428,300	5,657,727
دار الدواء للتنمية والاستثمار	45	Medical	90,284,198	100,014,434	89,232,602	68,492,775	64,110,038	62,767,422	58,128,950	52,857,374	48,827,426	44,465,163	41,163,503	37,736,960
المركز العربي للصناعات الدوائية	46		8,495,026	8,459,425	7,811,456	7,485,897	8,267,285	8,060,139	8,783,050	8,253,249	8,275,700	8,186,643	7,703,596	7,621,925
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	47		25,260,260	28,125,568	25,627,735	25,382,434	23,056,264	19,809,769	16,399,723	11,089,142	10,760,461	10,323,486	10,209,865	10,400,018
الاقبال للطباعة والتغليف	48	Printing	8,808,838	8,463,873	8,312,529	8,022,543	8,698,011	9,026,809	9,690,057	10,021,687	10,784,362	10,792,467	12,229,480	12,718,445
الاتحاد للصناعات المتطورة	49		11,768,250	13,650,989	12,325,101	14,786,485	11,371,270	8,822,457	8,187,091	6,995,686	6,296,761	3,802,806	3,181,191	3,279,739
مصانع الآجواخ الاردنية	50		74,146,139	79,005,491	76,362,687	81,640,455	104,437,234	90,745,746	113,181,186	76,017,833	57,796,978	48,754,085	48,608,812	43,695,762
الدباغة الاردنية	51		1,971,619	2,124,613	1,992,986	2,343,940	2,429,888	2,869,709	3,678,170	5,223,444	5,189,310	5,489,274	5,527,947	5,863,802
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	52		920,726	857,735	975,010	1,014,720	1,301,165	1,635,598	1,649,653	1,546,013	1,239,430	1,168,764	1,272,210	1,644,372
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	53		23,212,909	21,499,967	21,124,048	20,187,855	19,398,171	18,441,563	18,462,644	17,663,013	15,964,804	16,551,216	17,974,737	19,510,456
الإقبال للاستثمار	54	Tabcoo	67,662,846	85,687,889	86,278,940	78,860,507	74,105,605	74,037,911	63,507,184	60,129,101	52,647,049	58,718,028	50,921,171	43,539,907
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	55		55,785,184	60,548,386	61,627,865	62,540,236	67,217,208	77,108,757	89,744,915	42,665,167	33,128,771	26,340,107	20,729,693	21,658,327
Totals			3,445,273,442	3,073,419,370	2,955,838,971	2,916,625,073	2,231,112,470	1,950,892,118	1,946,155,443	1,995,540,413	1,835,728,959	1,935,669,590	1,925,409,861	1,963,678,917



The Impact of financial and operating leverage on risk and returns on Jordanian industrial companies.

Prepared By Student :
Isra` Qasem Al-Barakat

Supervisor By:
Dr. Basem Mohammad Al-Louzi / Associate Professor

This study aimed to identify the impact of financial and operating leverage on return (Return on Assets ROA, Return On Equity ROE, and Earning Per Share EPS) and Risk (Systematic Risk). The industrial sector was selected by the researcher to find the impact as it plays an important role in the Jordanian economy. The sample of this study consists of all industrial companies listed in Amman Stock Exchange Market during the period 2000-2011.The study used descriptive analytical method in order to achieve the objectives of the study . Secondary data for all variables were collected from Amman Stock Exchange Market and from Central Bank of Jordan. simple regression was used to test hypotheses of the study and different statistical methods were used such as mean, standard deviation, skewness, and kurtosis to describe the variables of the study .The empirical evidence shows that there is a significant statistical impact of financial leverage on return (ROA, ROE, and EPS), and there is no significant statistical impact on risk (Systematic Risk). The result also shows that there is no significant statistical impact of operating leverage on return (ROA, ROE, and EPS) and risk (Systematic Risk).The researcher recommended that the industrial companies should hire qualified financial managers to take the right financial decisions. The researcher also recommended that the industrial companies should utilize the opportunities of investment by taking long-term loans offered by financial sector in order to achieve the advantages of the financial and operating leverage.